

X960988261



**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**

MESTRADO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL

**O IMPACTO DA PRIVATIZAÇÃO NO DESEMPENHO
FINANCEIRO E OPERATIVO DAS EMPRESAS
PRIVATIZADAS EM PORTUGAL**

CARLOS AUGUSTO CLAMOTE

Orientador: PROF. DR. JAIME SERRÃO ANDREZ

Júri:

Presidente: PROF. DOUTOR MURADALI VALIMAMADE IBRAHIMO

**Vogais: PROF. DOUTOR MANUEL JOSÉ DA ROCHA ARMADA
PROF. DR. JAIME SERRÃO ANDREZ**

Novembro / 2000

O Impacto da Privatização no Desempenho Financeiro e Operativo das Empresas Privatizadas em Portugal

Carlos Augusto Clamote

Mestrado em: Gestão e Estratégia Industrial

Orientador: Prof. Dr. Jaime Andrez

Provas concluídas em:



RESUMO

Nesta dissertação, investiga-se empiricamente o desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas em Portugal; estudam-se os pressupostos teóricos que apoiam a privatização de empresas públicas; e analisa-se o impacto da privatização na gestão interna das empresas privatizadas. Para além da revisão da literatura sobre a teoria económica das privatizações, sobre o desempenho operativo e financeiro das empresas privatizadas e sobre a relação entre a mudança da situação de propriedade e mudanças organizacionais, o objectivo essencial deste estudo visa investigar se a privatização das empresas públicas em Portugal conduziu ou não a um aumento dos níveis de desempenho dessas empresas, conforme sugerem as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de agência. Especificamente, a análise tenta determinar se na sequência da privatização, as empresas aumentaram a sua rendibilidade, a sua eficiência operativa, os seus investimentos, o seu output e os dividendos, e se reduziram o volume do emprego e o endividamento.

O estudo empírico baseou-se numa amostra de 20 empresas portuguesas privatizadas entre os anos de 1989 a 1995 e concluiu que se evidenciam aumentos significativos no pós privatização para os indicadores da rendibilidade, eficiência operativa, output e dividendos e acréscimos não significativos no investimento. Por outro lado, documenta-se uma diminuição significativa do emprego e não significativa do endividamento. Globalmente, os resultados obtidos estão de acordo com as previsões e vão de encontro aos argumentos das teorias económicas dos direitos de propriedade, escolha pública e teoria de agência que defendem a superioridade da empresa privada sobre a pública tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.

A robustez das conclusões tiradas da análise da amostra global confirmam-se através da divisão da amostra em diversas subamostras e revelam que as subamostras de empresas inseridas em mercados mais concorrenciais, de capital mais concentrado, com maiores variações na composição dos conselhos de administração e com mudança do respectivo Presidente, apresentam melhores níveis de evolução dos indicadores de desempenho do que as sub-amostras de empresas inseridas em mercados menos concorrenciais, de capital mais disseminado, de menores variações na composição dos conselhos de administração e com a permanência do respectivo presidente.

Finalmente procedeu-se à comparação dos resultados obtidos para a amostra global com a média ponderada dos resultados obtidos nos estudos de âmbito internacional que serviram de base ao presente estudo sendo possível afirmar que, exceptuando, o factor emprego, existe similaridade das conclusões, ou seja, na sequência da privatização, as empresas apresentaram, na maior parte dos casos, significativos acréscimos de rendibilidade, de eficiência, de output, de investimento e de pagamento de dividendos e diminuições do endividamento.

Palavras-chave: Privatização; Desempenho Operativo e Financeiro; Empresa Pública; Empresa Privada; Mudança Organizacional.

The Impact of Privatization on the Financial and Operating Performance of Privatized Firms in Portugal

Carlos Augusto Clamote

Master degree in: Management and Industrial Strategy

Supervisor: Prof. Dr. Jaime Andrez



SUMMARY

This dissertation makes an empirically based research on the financial and operating performance of privatized firms in Portugal; it studies the theoretical aspects which support the privatization of state owned enterprises; and it analyses the impact of privatization on the internal management of the privatized firms. Apart from reviewing the economic theory of privatizations, and the literature on financial and operating performance of privatized firms and the connection between the change in the property situation and organisational change, the main aim of this study is to investigate whether or not the privatization of state owned enterprises in Portugal has caused an increase on the levels of performance of those firms, as it is suggested by the literature of property rights, public choice and agency theory. The analysis tries to determine if the firms have increased their profitability, their operating efficiency, their investment, their output and their dividend payouts, and if the employment level and the leverage have been reduced, as a result of privatization.

The empirical research was based on a sample of 20 Portuguese state owned enterprises privatised between 1989 and 1995 and it concluded that, after privatization, there have been significant increases in the levels of profitability, operating efficiency, output and dividend payouts and non significant increases in investment. There has also been a significant decrease in employment and a non significant decrease in debt level. Globally, the results are in agreement with the predictions and meet the theoretical principles of the economic theories of property rights, public choice and agency theory which support the argument of the superiority of the private firm over the state owned enterprise, both in efficiency and in profitability.

The strength of the conclusions taken from the global sample can be confirmed through the division of the sample in several subsamples and show that the subsamples of firms which are in more competitive markets, with more concentrated capital, more changes in the board composition and change of its president, have better levels of evolution of the performance indicators than those firms which are in less competitive markets, with less concentrated capital, less changes in the board composition and no change of its president.

Finally, one has compared the results of the global sample with the average results of the international research which were the basis of the present study, and one can now say that, with the exception of employment, there is a similarity of conclusions, which means that, after privatization, the firms have shown, in most cases, significant increases in profitability, efficiency, output, investment and dividend payout and decreases in leverage.

Key-words: Privatization; Financial and Operating Performance; State Owned Enterprise; Private Firm; Organisational Change.

ÍNDICE

	Página
Resumo	i
Summary	ii
Índice	iii
Lista de Quadros	vi
Lista de Figuras	viii
Prefácio	ix
Agradecimentos	xi
Introdução	1
1. Antecedentes – o impacto da privatização	1
2. Objectivo do estudo	5
3. Questões a investigar	7
• Questões teóricas	7
• Questões de natureza aplicada	9
4. Organização do estudo	10
Parte I – Questões de Natureza Teórica e Revisão da Literatura	13
Capítulo 1: Privatização: Um Quadro de Análise Conceptual	14
1.1 Introdução	14
1.2 O papel desempenhado pelas empresas públicas	15
• As empresas públicas como instrumentos da política industrial	15
• A ineficiência das empresas públicas	18
1.3 Privatização: uma solução para as deficiências das empresas públicas	21
1.4 Direitos de propriedade, escolha pública, e teoria de agência	24
• Direitos de propriedade	25
• Teoria de agência	27
• Escolha pública e relações de agência	28
1.5 O debate sobre a relação entre propriedade pública/privada e o desempenho/eficiência	29
• Atenuação dos direitos de propriedade no sector privado	30
• Motivação no sector público	31
1.6 Evidência teórica sobre o desempenho relativo das empresas públicas versus privadas	32
• Propriedade versus concorrência	32
• Privatização versus regulação	32
• A visão da superioridade da propriedade privada	36
1.7 Evidência empírica sobre a eficiência das empresas pública vs privadas	37
1.8 Conclusão	40

Capítulo 2: Desempenho Financeiro e Operativo de Empresas Privatizadas: uma Revisão da Literatura	43
2.1 Introdução	43
2.2 Principais conclusões dos estudos sobre a avaliação do desempenho das empresas privatizadas	43
• Estudos sobre empresas do Reino Unido	44
• Estudos globais abrangendo amostras de empresas de múltiplos países	46
• Estudos sobre empresas das economias em transição do leste europeu	48
• Outros estudos relativos a um só país ou a uma empresa isolada	51
2.3 O impacto da Privatização no desempenho das empresas	52
2.4 Privatização em estruturas de mercado concorrenciais e não concorrenciais	54
2.5 Privatização total ou parcial e em países industrializados ou em vias de desenvolvimento	55
2.6 Concentração da propriedade e mudanças de gestores	56
2.7 Conclusões	57
Capítulo 3: O Impacto da Privatização na Gestão Interna das Empresas	59
3.1 Introdução	59
3.2 A mudança de propriedade e o seu impacto no ambiente interno das Organizações	60
3.3 Comparação entre a gestão dos sectores público e privado	61
3.4 Mudança organizacional e desempenho	63
• A estrutura organizacional	64
• Modos de controle organizacional	66
3.5 Privatização, mudança organizacional e desempenho: um modelo de análise	69
3.6 Estudos empíricos	75
3.7 Conclusões	78
Parte II – Questões de Natureza Aplicada	80
Capítulo 4: As Privatizações em Portugal: Resultados e Impacto Económico	81
4.1 Introdução	81
4.2 Objectivos e modalidades de privatização	82
• Objectivos	83
• Modalidades de privatização	85
• Aplicação das receitas	85
4.3 Resultados das privatizações	86
• O programa de privatizações desde 1989 a 1998	87
4.4 Principais consequências económicas das privatizações	89
• Privatizações versus modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional	90
• Privatizações e o peso do estado e da dívida pública na economia portuguesa	92
• Privatizações versus desenvolvimento do mercado de capitais e dimensão da participação dos cidadãos no processo	94
4.5 Conclusões	97

Capítulo 5: Desempenho Operativo e Financeiro das Empresas Recentemente Privatizadas em Portugal	98
5.1 Introdução	98
5.2 Características da amostra	99
5.3 Metodologia	102
5.4 Resultados	107
5.4.1 Amostra global	107
• Rendibilidade	107
• Eficiência operativa	109
• Despesas de investimento	110
• Output	111
• Emprego	112
• Endividamento	112
• Dividendos	113
5.4.2 Subamostras	113
• Empresas inseridas em mercados muito concorrenciais versus pouco concorrenciais	113
• Empresas com estrutura accionista concentrada versus não concentrada	116
• Empresas privatizadas totalmente num único ano versus privatizadas parcialmente ou por fases	120
• Variação na composição dos conselhos de administração	123
• Mudança do Presidente do Conselho de Administração	125
5.5 Comparação com os resultados de estudos para amostras de empresas de diversos países	128
5.6 Conclusão	131
Conclusão	133
1. As questões	133
2. Estratégia e metodologia da investigação	134
3. Principais Resultados	135
4. Apreciação crítica dos resultados	142
5. Implicações para investigação futura	143
Referências bibliográficas	145
Apêndices	152
Apêndice I – Resumo da literatura sobre direitos de propriedade, teoria de agência e estrutura de propriedade	153
Apêndice II – Resumo dos estudos teóricos sobre privatizações	158
Apêndice III – Resumo dos estudos empíricos sobre o desempenho comparativo das empresas públicas versus privadas	161
Apêndice IV – Resumo dos estudos empíricos sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas	164
Apêndice V – Receita das privatizações e capitalização bolsista	169
Apêndice VI – Indicadores económico-financeiros das empresas privatizadas	178

LISTA DE QUADROS

Quadro		Página
4.1	Empresas privatizadas até final de 1998	87
4.2	Empresas privatizadas (receitas obtidas até final de 1998)	88
4.3	Empresas privatizadas pelo Estado (até finais de 1998 e 1995)	89
4.4	Peso do sector empresarial do Estado na economia nacional	93
4.5	Aplicação das receitas das privatizações na amortização da dívida pública	93
4.6	Empresas privatizadas cotadas no mercado de cotações oficiais – capitalização bolsista e transacções	95
4.7	Evolução do peso das empresas privatizadas no mercado de cotações oficiais	96
5.1	Amostra de empresas privatizadas de 1989 a 1995	100
5.2	Comparação entre as empresas privatizadas pelo Estado e a amostra	101
5.3	Síntese de hipóteses a testar	105
5.4	Síntese de resultados para a amostra global de empresas privatizadas	108
5.5	Síntese dos resultados para as sub-amostras de empresas inseridas em mercados muito concorrenciais versus pouco concorrenciais	115
5.6	Empresas em mercados concorrenciais versus não concorrenciais – variação das médias antes e depois da privatização	116
5.7	Síntese dos resultados para as subamostras com estrutura accionista concentrada versus não concentrada	118
5.8	Empresas com estrutura accionista concentrada versus não concentrada – variação das média antes e depois da privatização	119
5.9	Síntese dos resultados para as sub-amostras de empresas privatizadas totalmente e de uma só vez versus parcialmente ou por fases	121
5.10	Empresas privatizadas totalmente e de uma só vez versus parcialmente ou por fases - variação das média antes e depois da privatização	122
5.11	Síntese dos resultados para as sub-amostras de empresas privatizadas com mudança do conselho de administração > 50 % versus mudanças < 50 %	123
5.12	Empresas privatizadas com mudança do conselho de administração > 50 % versus mudanças < 50 % - variação das média antes e depois da privatização	124

5.13	Síntese dos resultados para as sub-amostras de empresas privatizadas com mudança versus permanência do presidente do conselho de administração	126
5.14	Empresas privatizadas com mudança versus permanência do presidente do conselho de administração - variação das média antes e depois da privatização	127
5.15	Síntese dos resultados para os três estudos de âmbito internacional	129
5.16	Comparação dos resultados do presente estudo com a média dos resultados dos três estudos de âmbito internacional - variação das média antes e depois da privatização	130

LISTA DE FIGURAS

Figura		Página
1.1	O efeito da agenda privada dos agentes públicos nos resultados gerais da sociedade	35
3.1	Modos de Controle	67
3.2	Mudanças internas organizacionais com a privatização	70
3.3	Síntese das mudanças organizacionais	71
3.4	Mudanças organizacionais no ambiente interno e mudanças de desempenho	72

PREFÁCIO

O tema desta Dissertação surgiu ao tomar contacto com uma das referências bibliográficas da disciplina de Gestão Financeira do Mestrado em Gestão e Estratégia Industrial – o livro do Prof. William Megginson “*Corporate Finance Theory*” editado em 1997 pela Addison-Wesley, onde se constatou que o autor tinha sido galardoado com um dos dois *Smith Breeden Distinguished Paper Awards* atribuídos anualmente a estudos proeminentes publicados no *Journal of Finance*. O estudo em questão “*The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: an International Empirical Analysis*” de que o Prof. Megginson é co-autor foi publicado em Junho de 1994, sendo actualmente considerado na literatura académica como o “*seminal paper*” no seu domínio de investigação.

Foi a partir da leitura desse artigo que emergiu a ideia e interesse em tentar replicar esse estudo para uma amostra de empresas portuguesas privatizadas e que esse exercício poderia constituir um bom tema para uma Dissertação de Mestrado, na medida em que o tema da análise do impacto das privatizações releva tanto do ponto de vista da análise e gestão financeira, como da perspectiva da política económica e da organização industrial – áreas nucleares da estrutura curricular de algumas das disciplinas que integram a parte lectiva do Mestrado.

Por outro lado, a atractividade do tema também vinha ao encontro de preocupações profissionais com a compreensão e fundamentação teórica do desempenho comparativo entre as empresas e outras organizações públicas e as empresas privadas, nomeadamente no que se refere aos instrumentos e metodologias de gestão que condicionam esses diferentes desempenhos.

Assim, de um projecto inicial de simples replicação do “*paper*” do Prof. Megginson, evoluiu-se para um estudo que procurasse também rever, ainda que de um modo introdutório, as teorias da política económica das privatizações, os estudos sobre o desempenho comparativo entre empresas públicas e privadas, a evidência empírica existente sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas e a forma como a privatização pode induzir mudanças na gestão interna das empresas. Em síntese, é este o esqueleto desta Dissertação, a que se juntou ainda um resumo dos principais números e valores sobre o impacto da privatização das empresas públicas na economia portuguesa.

Tinha-se consciência das dificuldades de abordagem do tema, nomeadamente no que se referia à metodologia de análise e à reunião da informação económico-financeira sobre as empresas privatizadas.

Na verdade, a execução material deste projecto assentava em duas grandes âncoras: por um lado, conseguir reunir num curto espaço de tempo os prospectos das operações de privatização e os relatórios e contas de diversos anos antes e após a privatização do maior número possível de empresas que permitissem construir uma amostra significativa do universo das empresas privatizadas directamente pelo Estado entre 1989 e 1995; e por outro lado, ter acesso também em tempo útil ao vasto conjunto de literatura publicada sobre privatizações.

O primeiro problema não foi de fácil resolução e quase que chegou a pôr em causa a exequibilidade do estudo. O resultado obtido que se considera satisfatório constitui uma base documental muito significativa sobre 20 empresas privatizadas, a partir da qual se extraíram os elementos com os quais se construíram as folhas de cálculo contendo os diversos indicadores económico-financeiros das empresa para os períodos pré e pós privatização.

As eventuais dificuldades do segundo problema não se chegaram a verificar, na medida em que se pode contar com a valiosa colaboração de diversas bibliotecas e centros de documentação, para além da utilização intensiva que se fez dessa extraordinária rede mundial de informação que é a *Internet*. Sublinhe-se, a este propósito, o manancial de informação disponível em *sites* como o do Banco Mundial, OCDE, FMI, Universidades de diferentes países, *Journal of Finance* e outras publicações académicas, que possibilitaram ter acesso a informação já revista e aprovada para publicação, mas que só o será num futuro próximo.

Deseja-se que este estudo, embora prioritariamente com fins académicos, possa representar um modesto contributo para o debate sempre actual do papel do Estado na economia e em particular para a avaliação do desempenho financeiro e operativo das empresas portuguesas recentemente privatizadas, enquanto indicador de que um novo quadro empresarial produtivo e eficiente pode resultar da execução bem sucedida dos programas de privatização.

Carlos Clamote

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todas as pessoas que contribuíram para a conclusão desta Dissertação. Relevo, em primeiro lugar, a valiosa orientação, disponibilidade e incentivo que o Prof. Dr. Jaime Andrez sempre me ofereceu. Sublinho os ensinamentos de todos os professores do Mestrado de Gestão e Estratégia Industrial, na pessoa do seu Coordenador Científico, Prof. Doutor Ramos dos Santos. Aos colegas do Mestrado, pela amizade, convívio e camaradagem, expresso também o meu reconhecimento.

Uma palavra de agradecimento também a todos aqueles que me ajudaram a recolher a diversa bibliografia e documentação utilizada neste trabalho: Sr. Carlos Marques e restantes funcionários do Centro de Documentação e Biblioteca do ISEG; Dra. Fátima Crespo, D. Sandra Peralta e D. Hermínia Martins da Biblioteca do Departamento de Gestão da Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa; D. Suzete Lourenço do Centro de Documentação da Bolsa de Valores de Lisboa; Funcionários dos Centros de Documentação e Bibliotecas da Universidade Católica Portuguesa, Banco de Portugal e Instituto Nacional de Administração. Destaco também o papel desempenhado pelo Dr. Rui Martins dos Santos, Dras. Rosário Fontes e Graça Graça Moura do Banco Português de Investimento na fase inicial de recolha de informação sobre as empresas privatizadas, bem como o apoio do Dr. José Gomes (ex-GAFEED) e de diversos funcionários da Direcção-Geral de Estudos e Previsão do Ministério das Finanças na obtenção de diversas publicações sobre a experiência portuguesa das privatizações e sobre a análise do sector público administrativo e empresarial do Estado.

Também são devidos agradecimentos a todas as empresas portuguesas privatizadas que tiveram a gentileza de responder afirmativamente ao meu pedido de envio de documentação (prospectos de privatização, relatórios e contas e outros elementos), sem os quais esta Dissertação não teria sido realizável: Banco Espírito Santo, Banco Pinto & Sotto Mayor, Banco Português do Atlântico, Banco Totta & Açores, Bonança, CENTRALCER, CIMPOR, COSEC, Crédito Predial Português, Diário de Notícias, EDP, Império, Jornal de Notícias, Mundial-Confiança, PETROGAL, Portucel Industrial, Portugal Telecom, SECIL, Tranquilidade, Transinsular, UNICER

Finalmente, um agradecimento muito especial à minha mulher Mila e aos nossos filhos Margarida e Vasco. A sua ajuda foi determinante para a conclusão deste projecto. Nomeadamente, reconheço os sacrifícios que fizeram nos momentos em que não pude estar com eles.

Introdução



1. Antecedentes - o impacto da privatização

O fenómeno das privatizações¹ tem vindo a ocupar um lugar central na política industrial da maioria dos países sejam eles industrializados ou em vias de desenvolvimento. Na realidade, bastou o espaço temporal de duas décadas (desde o início dos anos oitenta), para que se operasse o nascimento e desenvolvimento da política económica da privatização de empresas públicas, enquanto instrumento determinante do processo de mudança da propriedade e gestão das economias.

Do ponto de vista histórico, é lícito afirmar que este processo teve a sua origem com o governo britânico de Thatcher², nos primórdios dos anos oitenta. Embora, na altura se visasse, claramente, um objectivo absoluto - a desnacionalização e o fim da propriedade estatal³ - o programa de privatizações britânico permitiu gerar receitas para o Estado, promover a eficiência económica, reduzir a interferência governamental na economia, promover o capitalismo popular, fornecer a oportunidade de introduzir concorrência nos mercados, expondo as empresas públicas a essa disciplina concorrencial e promover o desenvolvimento dos mercados de capitais. De acordo com os dados disponíveis e reportados a meados da década de noventa, pode-se concluir que com a privatização de

¹ Neste estudo privatização significa a transferência da propriedade de empresas do Estado para o sector privado. Assume-se que o conceito de empresa pública/estatal é o do Banco Mundial [ver World Bank (1995)]: entidades propriedade ou controladas pelos Estados ou governos a nível central e local que geram a maior parte das suas receitas com a venda de mercadorias e serviços. Esta definição limita o conjunto das entidades a considerar como sendo actividades comerciais operadas directamente ou com gestão controlada pelos governos, excluindo, portanto, todas as actividades estatais relacionadas, por exemplo, com a educação, saúde, segurança social, construção e manutenção de vias de comunicação que são geralmente financiadas com o orçamento geral do Estado

² Embora se reconheça que no pós-guerra, o primeiro programa de desnacionalização foi lançado em 1961 pelo governo alemão de Adenauer com a oferta pública de venda de uma posição maioritária da Volkswagen. No final da década de setenta ocorreu também o primeiro programa de privatizações chileno lançado pelo regime de Pinochet, na sequência das nacionalizações anteriores levadas a cabo pelo governo de Salvador Allende.

³ Ver o comentário de John Moore, antigo membro do gabinete de Margareth Thatcher, responsável pela condução do programa governamental de privatizações de 1983 a 1986, ao artigo de Vogelsang (1994).

diversas empresas públicas, o governo britânico reduziu o peso dessas empresas no PNB em mais de 10 %.

O sucesso do programa de privatizações britânico contribuiu, seguramente, para o lançamento de operações de privatização em muitos outros países, nomeadamente, da Europa Ocidental e do conjunto dos países em vias de desenvolvimento. A propósito, assinala-se que um dos aspectos interessantes destes processos de privatização, está relacionado com o facto de terem sido lançados tanto por governos de direita (conservadores moderados) como por governos de esquerda (socialistas e social democratas), significando que a privatização de empresas públicas não foi, genericamente, encarada numa óptica ideológica mas sim numa perspectiva pragmática de melhoria da eficiência da economia e de angariação de receitas para os Estados, numa altura em que a maioria dos países procurava atingir os objectivos de convergência monetária para a integração na União Europeia⁴.

Mais de 100 países, de todos os continentes, já privatizaram algumas ou a maior parte das suas empresas públicas. No entanto, o programa mais ambicioso foi levado a cabo nas economias em transição dos países da Europa Central e do Leste e da antiga União Soviética. Nestes países, em 1990, a maioria das empresas eram estatais, mas em 1996, alguns países já tinham privatizado a maior parte delas. Por exemplo, 90 % das empresas Checas foram transferidas para mãos privadas no período de 1992-96. Incluindo o grande número de empresas privatizadas na Europa Central e de Leste e na antiga União Soviética, cujo início ocorreu nos princípios dos anos noventa, estima-se que, em todo o mundo, já tenham sido privatizadas cerca de 75.000 médias e grandes empresas, para além de

⁴ Num estudo recente dedicado à política e reforma das telecomunicações em quatro países do Sul da Europa (Espanha, Grécia, Itália e Portugal), Jeronimo, Venilde (1998) conclui, através de uma análise empírica, que existe uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre as receitas das privatizações e a redução do défice público naqueles países no período de 1990-1997, sendo que tal relação não é detectada nos outros países membros da União Europeia. A partir deste resultado, a autora mais conclui que o incremento nas actividades de privatização de empresas públicas verificados naqueles países durante a década de 90 – especialmente com as empresas públicas mais rentáveis, incluindo as telecomunicações – talvez tenha a ver mais com potenciais ganhos políticos resultantes de uma integração plena na União Europeia do que com uma sólida política económica.

centenas de milhar de pequenas unidades de negócio. Estima-se que a receita total angariada com estes processos de privatização se situe para além de US \$735 biliões⁵.

Segundo as estimativas do Banco Mundial⁶, deste valor, cerca de US \$155 biliões referem-se aos países em vias de desenvolvimento e Europa Central e de Leste. Isto significa que o valor relativo aos países industrializados representa quase 80 % do total, sendo que do restante sobressai o valor respeitante à América Latina na casa dos 11 %.

Não obstante representar somente cerca de 4 % do valor total gerado pelas privatizações a nível mundial, a extensão das privatizações nas economias em transição pode ser calculada, de acordo com Havrylyshyn and McGettigan (1999), em mais de 60.000 empresas. Este número é revelador das enormes alterações da estrutura de propriedade que ocorreu naqueles países após a mudança de regime político. Estes resultados reflectem-se nas estimativas do Banco Mundial, referidas por aqueles autores, sobre a dimensão do sector privado nos países da Europa Central (excluindo a maioria dos antigos Estados da União Soviética), segundo as quais, o peso do sector privado no PNB teria, em termos médios, passado de cerca de 10 % em 1990 para cerca de 50% em 1995 e cerca de 60 % em 1997.

Cerca de dez anos após o processo se ter iniciado no Reino Unido, Portugal acolheu também a ideia de privatizar, com evidentes resultados, nomeadamente, ao nível da diminuição do peso do Estado na vida económica, do desenvolvimento do mercado de capitais e da modernização e reforço da capacidade empresarial nacional. A maior parte das operações de privatização ocorridas no nosso país são relativas à venda de participações públicas resultantes do processo de nacionalizações dos anos setenta. A dimensão e importância do programa de privatizações português pode ser avaliada, de acordo com os dados referidos em Ministério das Finanças (1995), por Portugal ser o terceiro país, logo após o Reino Unido e a Nova Zelândia, com a mais elevada receita de privatizações em percentagem do PIB médio do período em que as privatizações tiveram lugar.

Desde 1989, ano em que se iniciou o processo de privatização das empresas públicas em Portugal, até final de 1998, realizaram-se mais de 180 operações de venda de participações

⁵ De acordo com os elementos referidos em Nellis (1999)

⁶ Ver Lieberman and Kirkness (1998)

públicas relativas ao capital social de 128 empresas, (39 das quais directamente detidas pelo Estado), sendo a receita total obtida próxima de 3.468 milhões de contos. Embora a maioria dessas operações respeitem à venda das participações detidas pelo IPE, QUIMIGAL, RNIP e PEC's, refira-se que, em valor, a alienação directa pelo Estado das 39 empresas representou quase 97 % daquele valor. Quanto à distribuição temporal das operações de privatização, evidencia-se que das 39 empresas alienadas, 34 (cerca de 87 %) iniciaram ou completaram os respectivos processos até 1995, embora a receita obtida a partir desta data corresponda a 63 % do total⁷.

A dimensão relativa do programa de privatizações português - cerca de US \$18,25 biliões⁸ - também pode ser avaliada, em termos de valor, quando comparada pelo valor total das receitas geradas pelo programa britânico - cerca de US \$100 biliões⁹ e pela estimativa do valor global a nível mundial, significando cerca de 2,5 % do valor a nível mundial e 18,25 % do valor da receita gerada pelo Reino Unido.

Em certos países - particularmente na Europa Ocidental - a privatização, reduziu, substancialmente, o número e influência das empresas propriedade do Estado. Para além disso, o seu impacto na capitalização bolsista e no volume de transacções tem sido assinalável. Contudo, fora da União Europeia, as empresas públicas mantêm muito do seu papel histórico, em particular nos países em vias de desenvolvimento onde as empresas públicas continuam a consumir parte dos orçamentos públicos e a dominar muitas actividades. De acordo com World Bank (1995) o peso das empresas públicas nas economias capitalistas dos países em vias de desenvolvimento mantém-se extremamente alto desde 1980 - à volta dos 11 % do PNB - não obstante se terem privatizado muitas grandes empresas. Para além disso, verifica-se que, nos países mais pobres, o sector público empresarial é ainda maior, e os problemas associados ainda mais agravados, onde, os mesmos autores estimam que as empresas públicas representem cerca de 14 % do PNB.

⁷ Essencialmente tratou-se das alienações de algumas das empresas públicas ligadas às infra-estruturas (EDP, PT e BRISA) e de uma empresa industrial - a CIMPOR.

⁸ Estimativa baseada na taxa de câmbio de 1 US \$ = Esc. 190\$00

⁹ Estimativa apresentada em Guislan (1997)

Por outro lado, e para além do forte impacto económico das privatizações, testemunhado pela redução do peso do papel do estado na economia dos países desenvolvidos, importa também assinalar que o seu efeito na capitalização dos mercados de capitais e no volume de transacções tem sido muito marcante. Por exemplo, Megginson (1998) estima que as empresas privatizadas representem cerca de 20 % da capitalização total das empresas exteriores aos USA constantes das listas combinadas do “*Global 1000*” e do “*Top 100 Emerging Markets Companies*” da Business Week de 3 de julho de 1998. A comparação será ainda mais saliente se se tiver só em conta a proporção do total das “*Top 100 Emerging Markets Companies*”. Não só são privatizadas as quatro empresas de maior valor, mas também as antigas empresas públicas dessa lista representam cerca de 37 % do valor total do “*Top 100 Emerging Markets Companies*”. No entanto, mais importante que o seu valor agregado, será o papel que cada empresa desempenha nos mercados dos respectivos países. De acordo com os dados daquele autor, as empresas privatizadas são as de maior capitalização bolsista de entre as empresas cotadas no Japão, Itália, França, Espanha, Rússia, Brasil, Austrália, Singapura, Hong-Kong, China, México e Portugal, e são as segundas mais importantes na Grã Bretanha e na Alemanha. Ocupam o primeiro e segundo lugar na França e Itália, o primeiro e o terceiro em Espanha. Quando o impacto das privatizações é medido usando as vendas ou os lucros, observam-se “*rankings*” similares – embora com o indicador vendas se evidencie que as empresas privatizadas são ainda mais importantes.

2. Objectivo do Estudo

Segundo Megginson (1998), é raro que uma política económica completamente nova evolua da novidade para uma ortodoxia global no espaço de apenas duas décadas. Não obstante, foi isto que aconteceu com a política económica da privatização. Para este autor, o que é mais surpreendente, em relação aos primeiros programas de privatização dos anos oitenta, não é o seu âmbito ou dimensão, mas o facto de se terem baseado essencialmente na “*fé*”, na medida em que a literatura académica disponível na altura, fornecia não só uma fraca orientação sobre a metodologia de alienação de activos públicos, como informações muito limitadas ao nível da análise teórica e empírica sobre os efeitos, benefícios e impacto da privatização.

Nesta perspectiva, será importante tanto do ponto de vista académico, como do decisor político, como do profissional ou investidor financeiro, uma investigação direccionada para a procura de respostas para todo um conjunto de questões associadas com a avaliação dos programas de privatização. Assim, será crucial debater, pelo menos, algumas das seguintes questões: (i) Qual a dimensão e o impacto dos programas de privatização a nível mundial e em particular no nosso país? (ii) A privatização das empresas públicas em Portugal melhorou significativamente o desempenho operativo e financeiro das empresas privatizadas? (iii) Quais são os princípios e as razões que estão subjacentes à privatização das empresas públicas? (iv) Quais os principais resultados da investigação empírica, a nível internacional, sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas? (v) Qual a relação entre a privatização (enquanto mudança de propriedade) e o seu impacto no ambiente interno das Organizações?

Este estudo procurará responder a algumas destas questões e proceder à análise, ainda que introdutória, de outras. Genericamente, o tema são as privatizações, suas consequências, impacto e razão de ser. Em termos mais específicos, visa-se dar um contributo para a avaliação do desempenho operativo e financeiro das empresas recentemente privatizadas em Portugal.

Com base nesta descrição de objectivos, podem-se derivar dois grandes conjuntos de questões: **O primeiro será de natureza conceptual:** Quais são os pressupostos teóricos em que assenta a privatização enquanto instrumento de política económica? Qual a relação entre privatização e o desempenho empresarial? Qual o impacto da privatização na gestão interna das empresas? O que é que a investigação empírica tem vindo a concluir sobre o desempenho operativo e financeiro das empresas privatizadas? **O segundo será de natureza aplicada:** As empresas portuguesas recentemente privatizadas melhoraram significativamente o seu desempenho operativo e financeiro no pós privatização? Quais os factores que determinam desempenhos operativos e financeiros acrescidos? As empresas portuguesas evidenciam desempenhos diferentes das empresas privatizadas noutros países? Quais foram os resultados e principais impactos na economia decorrentes da privatização das empresas públicas em Portugal?

Seguidamente apresentam-se algumas considerações relativas a cada um destes conjuntos de problemas no sentido de clarificar as questões a investigar, para as quais se procuram respostas.

3. Questões a investigar

Questões teóricas

O primeiro conjunto de problemas (ou de questões a investigar) está relacionado com a compreensão dos pressupostos teóricos que apoiam a privatização. Como se verá adiante, a questão principal a debater consistirá na identificação dos principais argumentos que defendem a prevalência da propriedade privada sobre a propriedade pública. Esta análise é essencial, visto que duma perspectiva teórica, não é imediatamente óbvio porque é que os proprietários das empresas privadas serão mais eficientes que os proprietários públicos na resolução dos problemas de agência que aparecem nas empresas em resultado da separação da propriedade e controle, na medida em que a relação de agência entre proprietários e gestores das grandes empresas públicas e nas grandes empresas privadas de capital aberto ao público é mais semelhante do que diferente. Nesta perspectiva, a privatização não mudaria a situação, dado que, os novos accionistas privados teriam dificuldades parecidas com as da tutela governamental das empresas públicas no estabelecimento e controle dos adequados mecanismos de incentivos. Muitos dos mecanismos disponíveis para os accionistas privados poderem reduzir os custos de agência e direccionarem os interesses dos gestores para os seus objectivos também estão disponíveis para as entidades tutelares das empresas públicas.

No entanto, a teoria de agência e da escolha pública estabelecem uma relação entre propriedade e incentivos. A propriedade deverá afectar os incentivos através dos objectivos que os accionistas podem definir para os seus gestores. Nas empresas privadas, os accionistas esperam que os gestores prossigam objectivos de maximização do valor da empresa. Em contraste, nas empresas públicas, os membros do governo seus responsáveis, estarão mais interessados no bem estar da sociedade. Por outro lado, a teoria da relação entre a política e as empresas públicas sugere que os políticos poderão também sacrificar os objectivos das empresas associados com o bem estar da sociedade, aos seus interesses

particulares, nomeadamente, objectivos eleitorais. Nesta perspectiva, a privatização ao isolar a gestão das empresas desses objectivos sociais e políticos, conduziria a que os novos donos privados se concentrassem mais em objectivos financeiros e a redireccionar os incentivos para a obtenção de melhores níveis de desempenho operativo e financeiro.

A teoria dos direitos de propriedade, sugere uma explicação alternativa. Na sua perspectiva, nas empresas privadas, o accionista é detentor dos direitos residuais ao lucro, enquanto que nas empresas públicas esses direitos de propriedade não estão bem definidos. Embora o Estado seja, em última instância, a entidade com direito ao lucro, o membro do governo que tutela ou o seu representante não tem qualquer interesse financeiro resultante do exercício da sua actividade de controle. Assim, os incentivos para um acompanhamento e controle eficazes das empresas públicas no sentido da sua eficiência empresarial serão fracos. Por outro lado, os gestores das empresas públicas, geralmente estão imunes às ameaças de falência e aos riscos de fusões e aquisições habituais nas empresas privadas. Assim, os teóricos dos direitos de propriedade defendem que a privatização aumentará os incentivos para a melhoria do desempenho financeiro e operativo das empresas ao se proceder à substituição das entidades tutelares, normalmente pouco interessadas numa gestão eficiente, por novos proprietários que definirão e aplicarão um sistema de gestão assente tanto no interesse dos próprios accionistas como no dos respectivos gestores.

Nota especial merece também a questão do impacto da privatização na gestão interna das empresas privatizadas, na medida em que, embora se aceite que o factor propriedade revela grande importância na perspectiva dos incentivos de gestão que proporciona, existe uma muito maior complexidade na relação entre propriedade e desempenho do que aquela que está implícita na literatura económica. O argumento que aqui se considera é o de que a privatização deve ter um impacto no desempenho das organizações através de um processo de ajustamento organizacional, significando que se os factores propriedade e concorrência proporcionam acréscimos nos incentivos para as empresas funcionarem com mais eficiência, isto deverá acontecer ao nível da definição e desenvolvimento de estratégias e tomadas de decisão de gestão e de organização empresarial dentro da empresa. Assim, para se compreender o modo como as privatizações têm impacto no desempenho de gestão, é necessário explorar a realidade interna das empresas, sendo, por isso, determinante olhar

para o impacto na gestão e nas relações organizacionais e no ambiente interno. Essencialmente, trata-se de investigar e compreender a adaptação da gestão e da estrutura organizacional à mudança de propriedade.

Questões de natureza aplicada

O segundo conjunto de problemas que se coloca está relacionado com o tema do desempenho operativo e financeiro das empresas privatizadas em Portugal e com os resultados e impacto das privatizações na economia portuguesa. A preocupação essencial consiste na obtenção de respostas através de uma análise aplicada da realidade concreta das empresas recentemente privatizadas em Portugal.

O objectivo básico visa investigar se a privatização das empresas públicas em Portugal conduziu ou não a um aumento dos níveis de desempenho dessas empresas, conforme sugerem as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de agência, que serão revistas no Capítulo 1. Especificamente, a análise tentará determinar se na sequência da privatização, as empresas aumentaram a sua rendibilidade, a sua eficiência operativa, os seus investimentos, o seu output e os dividendos, e se reduziram o volume do emprego e o endividamento.

Estas hipóteses de evolução do comportamento do desempenho das empresas públicas privatizadas assentam tanto nos modelos teóricos referidos como nas expectativas e objectivos dos governos que para além do objectivo de angariar receitas para o Estado, visam, essencialmente, a melhoria da eficiência operativa e financeira das antigas empresas públicas através da sua exposição às forças do mercado

Para além da análise global da amostra de empresas considerada, procurou-se também tentar determinar quais os factores que podem contribuir para melhoria do desempenho dessas empresas. Para o efeito, procedeu-se à divisão da amostra em diversas sub-amostras, em função de certos critérios relacionados com a integração das empresas em mercados mais ou menos concorrenciais, com a estrutura accionista ser ou não concentrada, com o faseamento ou não da privatização e com a variação da composição dos respectivos conselhos de administração e com a mudança ou permanência do seu presidente do conselho de administração.

4. Organização do Estudo

Após a descrição dos diferentes conjuntos de problemas e implícitas questões a investigar, apresenta-se, de seguida, uma breve sumula dos próximos capítulos desta dissertação.

A dissertação divide-se em duas partes (Parte I e II), um capítulo final de Conclusões e recomendações para investigação futura, e de vários Apêndices.

O conteúdo da Parte I é acima de tudo de natureza conceptual e corresponde à análise relacionada com o primeiro conjunto de questões atrás referido e compõe-se de três capítulos (Capítulos 1, 2 e 3).

No Capítulo 1 procurar-se-á proceder à análise dos princípios e das razões que estão subjacentes à privatização das empresas públicas, tanto em termos teóricos como quanto à evidência empírica. Para o efeito será percorrido todo um percurso que se inicia com a discussão do papel que as empresas públicas têm vindo a desempenhar, desde o fim da II Grande Guerra, como instrumentos de política industrial e económica dos governos dos respectivos países. A análise da teoria económica da privatização será essencial neste debate, pelo que serão revistos os principais argumentos que defendem a prevalência da propriedade privada sobre a propriedade pública: as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e relação de agência. Finalmente, apresenta-se uma revisão da literatura teórica e empírica sobre o desempenho relativo das empresas públicas versus privadas. Do ponto de vista teórico, a conclusão geral dessas análises, embora concluindo pela eficiência superior das empresas privadas em mercados concorrenciais, apontam para a consideração de que outros métodos de reforma das empresas públicas, como por exemplo, a promoção de uma concorrência mais efectiva, poderiam ser muito mais eficazes do que a privatização pura e simples, no que se refere a mercados não concorrenciais. Do ponto de vista empírico, não restam dúvidas de que a literatura académica publicada sobre o desempenho relativo das empresas públicas e privadas apoia a hipótese da superioridade da propriedade privada sobre a pública, tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.

No Capítulo 2 apresenta-se uma revisão da literatura sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas a nível internacional. A investigação efectuada procurou, sobretudo, debruçar-se sobre estudos recentes, elaborados já nesta década. A

metodologia utilizada consistiu, em primeiro lugar, numa discussão das principais conclusões dos diversos estudos, apresentado-os agrupados em quatro grandes blocos relativos a estudos sobre empresas do Reino Unido; estudos globais abarcando empresas de múltiplos países; estudos sobre empresas das economias em transição do leste europeu e outros estudos relativos a um só país ou a uma empresa isolada. Seguidamente procede-se à apresentação cruzada dessa literatura relacionando-a com determinados tópicos, essenciais, para os fins a atingir com o presente capítulo e que têm a ver com o impacto da privatização no desempenho das empresas, com a privatização em estruturas de mercado concorrenciais e não concorrenciais, com a privatização total ou parcial e em países industrializados ou em vias de desenvolvimento e, por fim, com o impacto da concentração da propriedade e mudanças de gestores no desempenho das empresas privatizadas.

O capítulo 3 é devotado à análise da questão do impacto da privatização na gestão interna das empresas privatizadas. Para além do tema propriamente dito da mudança de propriedade e o seu impacto no ambiente interno das Organizações, procurar-se-á identificar as principais diferenças entre a gestão dos sectores público e privado e a relação entre mudança organizacional e desempenho. Nesta matéria dar-se-á relevo aos aspectos associados com a estrutura organizacional e com diferentes modos de controle organizacional. A parte final será dedicada à apresentação de um modelo de análise da relação entre mudança organizacional e desempenho assente em diversas variáveis cujas principais características foram identificadas a partir da literatura sobre gestão.

A Parte II é essencial nesta Dissertação tendo em vista a obtenção de uma visão específica da realidade da evolução do desempenho das empresas recentemente privatizadas em Portugal e dos resultados e impacto da privatização na economia portuguesa. Compõe-se de dois Capítulos (Capítulos 4 e 5).

No Capítulo 4 desenvolve-se uma análise das privatizações em Portugal, em termos dos seus objectivos, resultados e impacto na economia. A principal preocupação consistiu na recolha do máximo de informação actualizada sobre os resultados mensuráveis das privatizações reportados ao final do ano de 1998 (número de operações e de empresas, e receitas obtidas por empresa e por anos). A avaliação do seu impacto baseou-se na confrontação dos resultados obtidos com os objectivos programáticos definidos pelas

autoridades públicas. Para o efeito, a análise foi agrupada em três grandes blocos: modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional; redução do peso do Estado e da dívida pública na economia e desenvolvimento do mercado de capitais e participação dos cidadãos no processo.

O Capítulo 5 é consagrado à avaliação do desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas em Portugal, tendo em vista o que a teoria económica, nomeadamente as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de relação de agência, estipulam sobre as diferenças de desempenho, entre empresas públicas e privadas. A metodologia que se utilizará baseia-se nos principais estudos revistos no Capítulo 2 e que têm por finalidade conduzir uma análise comparativa de certos indicadores de desempenho (rendibilidade, eficiência operativa, investimento, output, emprego, endividamento e dividendos) entre os períodos de pré e pós privatização. O estudo assenta na análise de uma amostra de 20 empresas privatizadas com origem na população de 34 empresas directamente privatizadas pelo Estado no período de 1989 a 1995. Globalmente, refira-se que a amostra representa cerca de 91 % do total das receitas obtidas directamente pelo Estado com as privatizações. Os cálculos efectuados referem-se não só à totalidade da amostra como também às diversas sub-amostras já referidas. Na discussão dos resultados ter-se-á também em conta a sua comparação com os obtidos nos estudos de âmbito internacional que lhe serviram de base.

A Dissertação será completada com o capítulo das Conclusões, no qual serão revistos os principais resultados obtidos, e serão propostas algumas direcções para futura investigação neste domínio.

PARTE I

QUESTÕES DE NATUREZA TEÓRICA E REVISÃO DA LITERATURA

Esta primeira parte é dedicada ao estudo das questões de natureza conceptual e encontra-se estruturada em três capítulos:

No Capítulo 1 procede-se á análise dos princípios e das razões que estão subjacentes à privatização das empresas públicas, tanto em termos teóricos como quanto à evidência empírica. A análise da teoria económica da privatização é essencial nesse debate, pelo que serão revistos os principais argumentos que defendem a prevalência da propriedade privada sobre a propriedade pública: as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e relação de agência.

No Capítulo 2 apresenta-se uma revisão da literatura sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas a nível internacional. Procura-se, basicamente, obter conclusões relacionadas com o impacto da privatização no desempenho das empresas, tendo-se tido em conta que diferentes enquadramentos geográficos, institucionais, económicos e sócio-políticos podem gerar diferentes impactos, nomeadamente com a privatização em estruturas de mercado concorrenciais e não concorrenciais, com a privatização total ou parcial e em países industrializados ou em vias de desenvolvimento.

No Capítulo 3 analisa-se a questão do impacto da privatização na gestão interna das empresas privatizadas. Para além do tema propriamente dito da mudança de propriedade e o seu impacto no ambiente interno das Organizações, tenta-se rever as principais diferenças entre a gestão dos sectores público e privado e a relação entre mudança de propriedade e desempenho. Nesta matéria dá-se relevo aos aspectos associados com a estrutura organizacional e com diferentes modos de controle organizacional.



Capítulo 1

Privatização: um quadro de análise conceptual

1.1 Introdução

Neste primeiro Capítulo procurar-se-á proceder à análise dos princípios e das razões que estão subjacentes à privatização das empresas públicas, tanto em termos teóricos como quanto à evidência empírica.

Para o efeito será percorrido todo um percurso que se inicia com a discussão do papel que as empresas públicas têm vindo a desempenhar, desde o fim da II Grande Guerra, como instrumentos de política industrial e económica dos governos dos respectivos países. Neste ponto conclui-se pela ineficiência dessas empresas e, seguidamente, abordam-se diversas explicações justificativas do seu pior desempenho e consequente emergência do fenómeno da privatização como principal solução para o problema.

A análise da teoria económica da privatização será essencial neste debate, pelo que serão revistos os principais argumentos que defendem a prevalência da propriedade privada sobre a propriedade pública: as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de agência.

Nos dois últimos pontos apresenta-se uma revisão da literatura teórica e empírica sobre o desempenho relativo das empresas públicas versus privadas. Do ponto de vista teórico, a conclusão geral dessas análises, embora concluindo pela eficiência superior das empresas privadas em mercados concorrenciais, apontam para a consideração de que outros métodos de reforma das empresas públicas, como por exemplo, a promoção de uma concorrência mais efectiva, poderiam ser muito mais eficazes do que a privatização pura e simples, no que se refere a mercados não concorrenciais. Do ponto de vista empírico, não restam dúvidas de que a literatura académica publicada sobre o desempenho relativo das empresas públicas e privadas apoia a hipótese da superioridade da propriedade privada sobre a pública, tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.

1.2 O papel desempenhado pelas empresas públicas

As empresas públicas como instrumentos de política industrial

Na maioria dos países, embora, com especial destaque para a Europa, Japão e países em vias de desenvolvimento, as empresas públicas têm vindo a desempenhar um papel muito importante como instrumentos de política económica e industrial.

Na verdade, pode-se afirmar, que o tema das empresas públicas, tem acompanhado as diversas fases da política industrial, tal como foram propostas por Guimarães (1998) e que são: (i) a política industrial da reconstrução; (ii) a política industrial do crescimento económico e da diversificação produtiva; (iii) a política industrial da reestruturação e adaptação sectoriais; (iv) a política industrial do “ajustamento positivo”; (v) a política industrial de suporte ao novo paradigma tecnoprodutivo; e (vi) a política industrial da competitividade e da internacionalização/globalização.

As empresas públicas, ao longo das primeiras três destas seis fases de evolução da política industrial, foram encaradas globalmente numa perspectiva de algum modo equivalente, em oposição com o papel que lhe foi reservado na quarta fase. As características essenciais do papel das empresas públicas em cada uma destas quatro fases pode ser exposto do seguinte modo:

Na fase da política industrial da reconstrução, no período imediatamente seguinte ao fim da II Grande Guerra, os governos ao elegerem como objectivos fundamentais a reconstrução das capacidades industriais básicas, o funcionamento dos mercados, e a organização do sistema produtivo adaptado às necessidades essenciais das populações, basearam-se na definição de programas públicos altamente intervencionistas, assentes no elevado protagonismo de um sector público empresarial, onde as nacionalizações de grandes empresas desempenharam um papel determinante.

A fase da política industrial do crescimento económico e da diversificação produtiva, correspondendo, em termos temporais, aos anos 60, embora, de natureza menos intervencionista nos países industrializados, e visando o redimensionamento das unidades produtivas, o estímulo às dinâmicas de diversificação sectorial (caso das regiões mono-industriais – essencialmente as siderúrgicas e as mineiras), o reforço da competitividade e acréscimo da produtividade de certos segmentos da produção industrial e o desenvolvimento de estratégias de diversificação geográfica das

concentrações industriais, fez apelo não só ao investimento privado e estrangeiro, através da oferta de todo um conjunto de políticas públicas de incentivos fiscais e financeiros, mas também à continuação e reforço do papel das empresas públicas, ao mesmo tempo que se prosseguiram, ainda, medidas e estratégias da década anterior.

A política industrial da reestruturação e adaptação sectoriais, a partir de meados dos anos 70, na sequência da recessão económica, resultante principalmente do choque petrolífero da época, da concorrência japonesa nos mercados internacionais e do gradual esgotamento do modelo de crescimento económico acelerado do pós-guerra, consistiu, essencialmente, na reestruturação, reconversão e adaptação sectoriais de muitas empresas e sectores económicos em recessão, evitando falências e a elevação dos níveis de desemprego, através do desenvolvimento de medidas de política inseridas em programas de reestruturação sectorial e de formação e reconversão profissional e de intervenções governamentais em diversos sectores, em muitos casos, de nacionalização ou controlo administrativo de empresas anteriormente de propriedade privada. Como consequência lógica, muitos países industrializados e em vias de desenvolvimento, no início dos anos 80, defrontavam-se com pesados sectores públicos empresariais deficitários, economicamente inviáveis, exigindo para o seu financiamento de avultados recursos orçamentais que distorciam a concorrência entre as actividades empresariais tanto no plano interno dos países como no plano dos mercados internacionais.

Neste enquadramento, surge a fase da política industrial do “ajustamento positivo”, como de crítica à ineficácia das intervenções governamentais, procurando-se reintroduzir a dinâmica concorrencial nos mercados e restringir a presença do Estado no sector empresarial a situações de excepção. Assim, a partir dos anos 80, assistiu-se ao desencadear de múltiplos programas de privatização de empresas públicas, visando-se, com esta política, essencialmente, a eficiência económica das empresas, a redução do papel do Estado na economia e a obtenção de receitas para os orçamentos de cada país.

Por outro lado, verificou-se que nos países em vias de desenvolvimento, muitos deles na sequência de processos de descolonização, as empresas públicas foram criadas por razões variadas e talvez muito complexas. De acordo com Walle (1989), em primeiro lugar, pensava-se que com a nacionalização e criação de empresas públicas, os governos disporiam de rendimentos acrescidos para os seus orçamentos e que através dessas empresas poderiam ser mais capazes de financiar os investimentos considerados

prioritários. Em segundo lugar, a produção pública correspondeu directamente a um clima ideológico e político, no qual o sector privado não era muito considerado e o sector público era visto como desempenhando um grande papel no rápido desenvolvimento económico desses países. O controlo de determinados sectores estratégicos da economia ficava assegurado pelos sectores públicos, em alguns casos, por razões de segurança nacional, nomeadamente na indústria pesada. Em terceiro lugar, os empresários eram um recurso escasso, ou não tinham acesso a adequados níveis de financiamento, ou estavam associados a minorias étnicas e a investidores estrangeiros; factos estes que, associados às restrições políticas à actividade económica privada, conduziam a que, muitas vezes, não houvesse alternativa à produção pública. Em quarto lugar, em termos políticos, as empresas públicas, constituíam importantes meios para o desenvolvimento das elites locais, em termos de emprego, de rendimento e de influência política. Em muitas outras situações, as questões de distribuição de rendimentos e de diminuição de anomalias dentro dos países também desempenharam um papel significativo do desenvolvimento das empresas públicas. Por exemplo, muitos investimentos nessas empresas foram justificados com vista à criação de empregos e à correcção de desequilíbrios entre regiões e noutros casos, os investimentos em serviços sociais, habitação e sistemas de agricultura intensiva visavam a modernização das regiões mais pobres.

Em resumo, a regulação e o controle de certos mercados era um objectivo de muitas nacionalizações e criação de empresas públicas. A melhoria da eficiência não era a preocupação principal, sendo que raramente essas empresas eram criadas com vista à resolução das deficiências do mercado.

Entre os anos 50 e 80 foram criadas milhares de empresas públicas em todo o mundo. Por exemplo, no início dos anos 80, nos países em vias de desenvolvimento, em média, essas empresas representavam cerca de 25 % da formação bruta de capital fixo¹⁰.

Em síntese e de acordo com Vernon-Wortzel e Wortzel (1989), muitos países viraram-se para a propriedade pública de certas empresas por razões mais pragmáticas do que ideológicas; criaram empresas públicas para o fornecimento de bens ou serviços ou com fins ou objectivos sociais que o sector privado não queria ou não parecia estar em condições de o fazer. Os governos usaram as empresas públicas como instrumentos de

¹⁰ Dados referidos em Walle (1989)

política industrial. Em muitos países, ocorreram processos de nacionalização, motivados tanto por questões de filosofia política como por motivos de deficiências das empresas do sector privado.

A ineficiência das empresas públicas

De um modo geral, pode-se afirmar que no decorrer dos anos 80, havia unanimidade sobre o diagnóstico que se fazia em relação ao desempenho das empresas públicas, geralmente considerado insatisfatório, exceptuando algumas importantes situações. As empresas públicas perdiam dinheiro, acumulando défices sucessivos, o que implicava que os governos eram obrigados a conceder diversas ajudas sob a forma de subsídios, de acessos privilegiados a financiamentos e a protecções de mercados e de concorrência internacional. As deficiências das empresas públicas mais comuns, eram descritas por diversos autores em cores muito negras: objectivos pouco claros, múltiplos e contraditórios, burocracia, gestão centralizada, capitalização inadequada, gestão incompetente, excesso e demasiada rotação do pessoal de gestão.

Sublinhe-se que, na sua essência, este fraco desempenho segundo Moore (1992)¹¹ era atribuído à natureza intrinsecamente ineficiente da propriedade pública e não à qualidade dos recursos humanos afectos às empresas que se reconhecia terem capacidade de trabalho. Para este autor, a subordinação dos objectivos comerciais das empresas públicas a objectivos políticos, o facto de a sobrevivência das empresas não depender do seu sucesso e a incapacidade de aproveitar o poder do interesse próprio (motivação) do agente, foram as razões determinantes do deficiente desempenho das empresas nacionalizadas.

Na perspectiva de diversos autores, como por exemplo Vernon-Wortzel e Wortzel (1989), a diferença essencial entre as organizações do sector público e privado, tem a ver com a relação fins versus meios. Na verdade, com a excepção das nacionalizações de empresas privadas operadas por razões ideológicas ou por se encontrarem falidas, a maioria das empresas públicas foram criadas com o objectivo de fornecerem bens e serviços específicos, de um determinado nível, qualidade e quantidade, a uma determinada população. Fornecer o bem ou serviço seria o fim último da empresa; os

¹¹ John Moore conduziu uma das primeiras fases do programa britânico de privatizações num dos governos de Thatcher, de 1983 a 1986.

factores de produção capital e trabalho seriam simplesmente meios para atingir esse objectivo. No entanto, muitos governos criaram empresas públicas tendo em vista um conjunto vasto de objectivos sócio-políticos, como por exemplo: criação de postos de trabalho, defesa de interesses nacionais, redução de diferenças regionais, reconversão de empresas ou sectores industriais em situação económica difícil. Mesmo quando as empresas eram criadas com vista ao fornecimento de bens ou serviços específicos, as pressões governamentais, muitas vezes, impunham objectivos sócio-políticos adicionais, geralmente incompatíveis com a gestão eficiente da sua actividade. Inevitavelmente, esses objectivos tornavam a empresas menos eficientes.

As empresas privadas vêem meios e fins de um modo diferente do das empresas públicas. As empresas do sector privado encaram a definição dos seus objectivos mais em termos de obtenção de lucro, de rendibilidade e de criação de valor para os seus accionistas do que em termos do fornecimento de determinados bens ou serviços. No sector privado, uma empresa materializa os seus objectivos oferecendo ao mercado um produto ou serviço, mas esta oferta de produtos ou serviços não constitui o seu fim último.

As empresas públicas criadas primariamente com vista a objectivos sócio-políticos têm a eficiência como um objectivo secundário. Os seus produtos e serviços são meios em vez de fins. Contudo, não tem havido mecanismos de dar incentivos eficazes às empresas públicas para operarem eficientemente. Em termos económicos, e nas palavras de Vernon-Wortzel e Wortzel (1989), os governos têm vindo a injectar ineficiência-X nas empresas públicas.¹²

Uma das correntes explicativas da ineficiência das empresas públicas, sugere que os seus problemas talvez não sejam causados pela natureza da propriedade pública, mas sejam consequência de como os governos e os seus agentes têm vindo a exercer os direitos de propriedade, visto que os resultados de qualquer organização são função das crenças, comportamentos e atitudes das pessoas que a compõem. As pessoas nas organizações comportam-se de acordo com as percepções que têm daquilo que são os

¹² O conceito da Ineficiência – X deve-se a Leibenstein (1966, 1972 e 1978), significando a incapacidade que certas organizações demonstram para a minimização dos custos. O seu oposto – a eficiência-X ou eficiência interna significa obter o máximo de outputs de um dado conjunto de inputs e atinge-se quando o uso dos inputs é mantido num nível mínimo e quando todos os colaboradores dão o seu máximo esforço [Shepherd (1990)].

seus interesses. Normalmente, o interesse próprio das pessoas nas organizações centra-se, em primeiro lugar, na segurança do seu posto de trabalho e depois nas questões de estatuto e de recompensa financeira e outros benefícios adicionais. Adoptarão aquelas atitudes que defendam o seu próprio interesse e evitarão as que se lhe oponham.

As organizações desenvolvem culturas. A cultura organizacional de uma empresa consiste no conjunto de crenças, valores e expectativas, que por seu turno, produzem normas que influenciam o comportamento das pessoas na organização. A cultura organizacional influencia e é influenciada pelo tipo de pessoas que atrai, pela estrutura formal e pelos sistemas de gestão em vigor que permitem controlar, avaliar e recompensar as pessoas na empresa. Uma cultura organizacional forte é vital para qualquer organização alcançar as suas metas e objectivos, mas só pode emergir se essas metas e objectivos forem claros e sem ambiguidades.

Inicialmente a cultura organizacional das empresas públicas talvez tivesse desenvolvido normas que promovessem comportamentos orientados para a satisfação do seu mercado e fossem eficientes do ponto de vista económico-financeiro. A partir do momento em que se verificam imposições governamentais em termos de outros objectivos, operam-se mudanças das normas e tende-se a desenvolver uma cultura orientada para os objectivos sócio-políticos do governo, que vai colidir com a anterior cultura supostamente orientada para o mercado.

A nova cultura introduz novas normas, visando encorajar comportamentos cuja missão consiste na satisfação dos objectivos governamentais. É normal que os novos objectivos entrem em conflito com os antigos e sempre que esse conflito não for resolvido, dar-se-ão as condições propícias para que se produza uma organização incapaz quer de servir a política do governo quer o seu mercado.

Em resumo, deste ponto de vista da cultura organizacional, muito do fraco desempenho das empresas públicas deve-se, precisamente, e este tipo de questões e não propriamente a problemas de propriedade do capital, visto que existe muita evidência de que a cultura organizacional pode ser unificada, inclusive alterada, para o que se requerem adequadas metodologias que incluam o desenvolvimento e a definição de objectivos bem claros; o desenvolvimento e implementação de planos específicos para promoverem as alterações de comportamentos desejadas; e dar motivação para a mudança comportamental apoiando-se em adequados sistemas de controle e de recompensa. Na perspectiva desta

corrente de investigação sócio-organizacional, a solução não será, antes de mais, uma questão de mudar a sua estrutura de propriedade. O que deve ser feito, em primeiro lugar, será explicitar claramente quais os objectivos que devem presidir aos destinos da empresa, e então identificar as normas culturais e os comportamentos que são requeridos por esses objectivos e que irão moldar a cultura organizacional apropriada. Só então se poderá decidir qual a melhor forma de propriedade que sirva o projecto da empresa.

Alguns autores¹³ vão ainda mais longe na defesa da empresa pública, enquanto instituição, ao considerarem que quem falhou foi o governo e não a natureza da propriedade pública, visto que, ainda se podem encontrar, em muitos países, empresas públicas bem geridas e altamente lucrativas. Para este tipo de abordagem, a ineficiência das empresas públicas, assenta na escolha de modelos inadequados de organização empresarial, na incapacidade política tanto da introdução das reformas necessárias a uma melhor governação como em gerir de um modo consistente e eficaz.

Numa apreciação crítica a esta visão do problema poder-se-á dizer que a explicação dificilmente convence, na medida em que se baseia no pressuposto de que é possível separar a gestão da empresa da acção da influência dos governos, quando se sabe que faz parte da sua natureza serem instrumentos da acção governamental e, portanto, sujeitas à permanente influência política.

1.3 Privatização: uma solução para as deficiências das empresas públicas

A insatisfação com o desempenho das empresas públicas é um dos principais argumentos para a defesa da privatização tanto nos países industrializados como nos países em vias de desenvolvimento. A partir dos anos 80, como já se referiu, com o agravamento das condições económicas e fiscais de muitos países e com a mudança verificada no clima ideológico em relação ao papel do Estado na economia, muitos governos mudaram de atitude e de política económica relativamente à questão da propriedade pública dos meios de produção. Os governos tendo de enfrentar pesados défices orçamentais, passaram a ser menos tolerantes com os desequilíbrios financeiros e ineficiência económica das empresas públicas, muito embora, essas empresas

¹³ Ver, por exemplo, Garner (1989) que sustenta que o objectivo último da propriedade pública tem em vista uma melhor afectação dos recursos, sujeita mais a objectivos políticos do que a objectivos de mercado.

continuassem a pagar importantes dividendos políticos. Muitas das razões de defesa das empresas públicas deixaram de convencer os decisores políticos que passaram a ver mais desvantagens que vantagens no sector público, visto que, nessa altura, os custos das empresas públicas tinham-se tornado insuportáveis.

A literatura económica é abundante sobre casos de ineficiência, resultados negativos e outras deficiências dentro de muitas empresas públicas. Para alguns autores, a óbvia solução para essas empresas parecia ser a privatização. Alguns dos seus proponentes vêem a privatização como um fim ou objectivo em si mesmo. Operam sob pressupostas ideológicos de que tanto quanto possível, a gestão das actividades económicas deve estar mais em mãos privadas do que em mãos públicas. Os seus argumentos baseiam-se na forte convicção de que é a eficiência dos mercados concorrenciais e a importância da propriedade que guiam o comportamento das empresas. Assumem que a função primária de qualquer empresa consiste em operar tão eficientemente quanto possível e argumentam que a privatização é a única solução para os problemas das empresas públicas.

Outros vêem a privatização como um meio de correcção das deficiências das empresas públicas. Do seu ponto de vista, a privatização é uma solução pragmática e não ideológica dos problemas das empresas. O seu objectivo é uma mudança construtiva a ser atingida através da privatização.

Por outro lado, alguns economistas têm defendido que a propriedade pública não conduz necessariamente a que as empresas públicas tenham um desempenho pior, do mesmo modo que, empresa privada não é a garantia de um bom desempenho. Deste ponto de vista, os determinantes do sucesso de uma empresa não estão associados com o factor propriedade do capital. Assim, o sucesso empresarial, excluindo o factor propriedade, está relacionado com o desenvolvimento de uma cultura forte e apropriada dentro da empresa, com o recrutamento de uma boa equipa de gestão e com a implementação de adequados sistemas de controle e de incentivos que motivem, condicionem e guiem o seu comportamento enquanto gestores.

É claro que em muitas empresas públicas não foi desenvolvida uma cultura apropriada nem foram escolhidos os gestores certos nem foram usados os sistemas de controle, de incentivos e os mecanismos de motivação adequados.

Independentemente da visão que se tem sobre a privatização – ideológica ou pragmática – é possível apresentar um conjunto alargado de evidência que sugere que as empresas privadas têm um desempenho superior ao das empresas públicas. A principal justificação para esta asserção reside no argumento dos ganhos de eficiência derivarem do facto das empresas privadas estarem sujeitas à disciplina das forças do mercado e que para sobreviverem têm de ser rentáveis, ou seja, darem lucros, enquanto que as empresas públicas podem ser subsidiadas e apoiadas de muitos modos pelos respectivos governos.

De acordo com Vernon-Wortzel e Wortzel (1989) muitos países instituíram programas de privatização pressionados pela necessidade de melhorar o desempenho das suas empresas públicas ou para obterem fundos. Nos anos 60 e 70 pensaram que, através das empresas públicas poderiam resolver os problemas económicos e sociais que o sector privado não queria ou não podia resolver. Agora com a privatização, pensam resolver os problemas criados com as empresas públicas.

As diferenças de comportamentos de gestão entre as empresas públicas e privadas, muitas vezes, têm origem nas diferenças de objectivos. Actualmente, no sector privado as consequências da má gestão são sempre claras e evidentes: a falência. No sector público, os objectivos tendem a ser vagos e a mudar de acordo com a orientação política. A privatização tenderá a clarificar e a mudar os objectivos, bem como os incentivos afectos à prossecução dessas metas de gestão. Na sua forma mais simples, a maximização dos lucros substituirá as metas mais amplas e menos articuladas associadas com os objectivos de bem estar público.

Em resumo e de acordo com a diversa literatura já publicada sobre privatizações, nomeadamente a britânica, as empresas públicas são ditas ineficientes porque: (i) sofrem de excessiva intervenção política; (ii) têm objectivos vagos, flutuantes e conflituosos; (iii) os decisores políticos e os seus agentes (gestores públicos) são menos eficientes que o mercado de capitais no controle dos comportamentos de gestão; (iv) os sindicatos no sector público conseguem obter condições de trabalho acima do mercado, incluindo níveis salariais à custa dos consumidores, reflectindo esta situação um típico comportamento de procura de rendas; (v) a falência não é um risco credível quando existem fundos públicos ilimitados que podem ser chamados a cobrir qualquer défice de exploração; (vi) as remunerações dos gestores são determinadas politicamente e

raramente se equiparam às do sector privado e consequentemente a qualidade de gestão sofre; (vii) não existem esquemas de remunerações e recompensas indexadas aos resultados e ao desempenho; (viii) as empresas públicas quando operando em mercados de monopólio são insuficientemente orientadas para os consumidores; e (ix) a propriedade pública confunde a regulação das actividades sectoriais com o próprio papel de propriedade, com consequências de uma regulação menos efectiva.

A privatização, assim, ao se apresentar como solução para estas deficiências das empresas públicas, tenderá a propiciar uma gestão numa óptica mais comercial, com mais ênfase nos consumidores, mais imaginativa do ponto de vista do marketing, usando o capital de um modo mais adequado e com menor intervenção governamental, conduzindo a que as empresas privatizadas passem a ter uma produtividade mais elevada, menor emprego e custos mais baixos, visto serem estas as consequências de um modelo de gestão que visa a maximização do lucro, através, portanto, da eficiência operativa e da rendibilidade financeira.

Em síntese e nas palavras de Amaral, L.M. e Santos, Anibal D. (1995), a procura da eficiência será de facto o argumento de carácter económico mais importante em defesa das privatizações. O primado do económico sobre o político é a grande resposta à questão do porquê privatizar.

1.4 Direitos de propriedade, escolha pública e teoria de agência: uma análise económica da privatização

A análise económica da privatização vai procurar os seus principais argumentos às teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e relação de agência¹⁴. Embora os problemas com que lidam sejam similares, estas correntes da literatura económica desenvolveram-se de um modo independente e apresentam resultados que, de facto, se podem considerar altamente complementares [Jensen and Meckling (1976)]¹⁵.

¹⁴ Ver também Santos, Anibal (1989) que classifica as diferentes abordagens ao problema da privatização em quatro grandes grupos: a abordagem pragmática, a teoria da escolha pública, a teoria do principal-agente e a análise económica (normativa) da regulação e das empresas públicas.

¹⁵ Estes autores desenvolvem uma teoria da estrutura de propriedade da empresa integrando elementos da teoria de agência, da teoria dos direitos de propriedade e da teoria financeira. Definem o conceito de custo de agência, mostram a sua relação com a questão da separação da propriedade e da gestão, investigam a natureza dos custos de agência resultantes da estrutura financeira da empresa e focam as implicações comportamentais dos direitos de propriedade específicos das relações de agência entre accionistas e gestores.

Qualquer uma destas três correntes aponta para a superioridade da empresa privada em termos da sua eficiência. O argumento principal da teoria dos direitos de propriedade reside na proposição de que se verifica uma atenuação desses direitos na empresa pública, consequência quer da impossibilidade da transferência dos direitos de propriedade quer da ineficiência do sistema político de controle, conduzindo à inexistência de incentivos para uma gestão efectiva. A abordagem da escolha pública, por seu lado, centra-se na consideração de que os decisores políticos prosseguem a sua própria utilidade em vez do interesse público. Finalmente, a teoria de agência assinala que no sector público, a relação agente-principal é muito mais complexa do que no sector privado, porque, em última instância, o dono dos activos – o principal – é o público em geral, que não tem instrumentos efectivos de controle sobre o comportamento e desempenho dos seus agentes, para além do voto eleitoral que, como é sabido, se tem revelado ineficaz no controle do desempenho económico das empresas públicas¹⁶.

Direitos de propriedade

A abordagem que a teoria dos direitos de propriedade faz da privatização está associada com o próprio conceito de empresa. Para esta corrente de investigação a empresa é simplesmente uma coligação contratual entre proprietários de direitos¹⁷ de uso de recursos. O problema inicial que se formulou consistiu precisamente em se questionar a razão da emergência da empresa (ou das organizações), tendo em conta as diferentes formas de que se pode revestir (por exemplo, empresário individual/gestor, associação, cooperativa, organização sem fins lucrativos, sociedade anónima, empresa auto-gerida pelos próprios trabalhadores, empresa pública) e quais as consequências destes diferentes modos de organizar a produção de bens e serviços.

Uma das primeiras referências sobre esta matéria é devida a Coase (1937) com a sua teoria dos custos de transacção, notando que a empresa tenderia a expandir-se até que os custos de organização das actividades dentro da empresa se tornassem iguais aos custos de transaccionar essa actividade no mercado, ou aos custos de organizar essa actividade

¹⁶ No Apêndice I apresenta-se um resumo de uma amostra significativa da literatura publicada sobre direitos de propriedade, teoria de agência e estrutura de propriedade.

¹⁷ De acordo com Fama (1980), é por causa desta ênfase na importância dos direitos na organização estabelecida pelos contratos que esta literatura se caracteriza e designa de “direitos de propriedade.

sob a forma de outra empresa. Esta teoria de custos de transacção foi continuada e desenvolvida, por um lado, por Williamson (1975) e por outro lado, por Demsetz (1967), Alchian and Demsetz (1972)¹⁸, De Alessi (1980, 1983), que corporizam a essência da teoria dos direitos de propriedade e que se pode resumir do seguinte modo:

A diferença crucial entre as empresas públicas e privadas é que a propriedade das primeiras é não transferível. Esta situação impede a capitalização do valor das consequências futuras e reduz os incentivos dos detentores dessas consequências para o controle dos comportamentos de gestão. Como resultado, os gestores das empresas controladas politicamente têm maiores oportunidades de comportamentos discricionários do que os gestores das empresas privadas.

Deste modo, espera-se que as empresas públicas fixem preços de venda mais baixos, favorecendo certos grupos de utilizadores, respondam menos a mudanças das condições de mercado, operem menos eficientemente, adoptem inovações de redução de custos mais lentamente e assegurem um exercício de cargos de gestão mais duradouro aos seus titulares.

Aquela transferibilidade dos direitos de propriedade das empresas privadas materializa-se na possibilidade de os accionistas poderem transaccionar as suas acções no mercado de capitais, sendo que este condiciona o comportamento de gestão. Se os gestores perderem a confiança dos accionistas, os preços das acções tenderão a cair podendo acontecer aquisições hostis. Os gestores também podem ser depostos em assembleias gerais quando o seu desempenho não estiver conforme os objectivos dos accionistas. Em contraste, nas empresas públicas não existem acções para transaccionar e as nomeações dependem de decisões governamentais que podem não estar associadas com os resultados económicos.

¹⁸ Estes autores argumentam que a clássica empresa capitalista consiste numa estrutura contratual com contratos estabelecidos e controlados pela gestão, com os seguintes elementos: [(a) produção conjunta de inputs, (b) vários donos dos inputs, (c) uma parte comum a todos os contratos de inputs conjuntos, (d) que tem direitos de renegociar qualquer contrato de inputs independentemente dos contratos com os outros detentores, (e) que detém os direitos residuais, e (f) que tem o direito de vender o seu estado de detentor do residual]. Removendo a alínea b) esta empresa capitalista converter-se-ia em empresa socialista. Na literatura sobre direitos de propriedade o incentivo é o lucro (usualmente referido nesta literatura como o “residual”). Isto conduz à expectativa de que as organizações do sector privado nas quais os direitos aos lucros estão claramente definidos terão um melhor desempenho que as organizações do sector público, onde esses direitos são mais difusos e incertos. Consequentemente, o controle de gestão pelos accionistas é muito mais efectivo no sector privado.

A literatura assenta na ideia de que se verifica atenuação dos direitos de propriedade onde existe propriedade pública e, por outro lado, explora as consequências dessa atenuação de direitos de propriedade na eficiência. Isto significa que as empresas públicas não terão tanta tendência como as empresas privadas a introduzirem inovações com vista à redução de custos, a adoptarem combinações de inputs com vista à minimização de custos, a produzirem uma maior variedade de outputs, a usarem técnicas de produção intensivas em capital, e a incorrerem em menores custos de produção¹⁹.

Finalmente, salienta-se a vasta evidência que aqueles autores apresentam sobre o interesse e importância dos direitos de propriedade e que os efeitos de sistemas alternativos de propriedade no comportamento e bem estar das sociedades são evidentes.

Teoria de agência

Outro ponto de partida para a análise económica da privatização é a teoria de agência. As situações de agência acontecem quando uma parte (o *principal*, p.e., o accionista) delega na outra parte (o *agente*, p.e., o gestor) decisões sobre o uso da sua propriedade ou dos seus direitos de propriedade²⁰. Se ambas as partes forem maximizadores da sua própria utilidade, as relações de agência podem propiciar o aparecimento de objectivos divergentes. Os interesses dos agentes podem não coincidir com os dos principais dado que se espera que aqueles sejam movidos pelo seu próprio e particular interesse. Especificamente, os principais arriscam-se a ver certos tipos de comportamentos disfuncionais por parte dos agentes, o que lhes reduz o valor subjacente aos seus direitos de propriedade²¹.

¹⁹ Ou seja, as empresas públicas, no conceito de Leibenstein não terão tanta motivação a combater a ineficiência-X quanto as empresas privadas.

²⁰ Os contributos essenciais para a teoria de agência podem ser encontrados em Ross (1973), Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983). A análise dos problemas da relação de agência na teoria da empresa tem essencialmente em vista explicar como a separação da propriedade da gestão pode ser vista como uma forma eficiente de organização económica dentro da perspectiva do conjunto de contratos que é uma empresa. Para Jensen e Meckling (1976) a empresa privada é uma forma de ficção legal que serve como um elo para relações contratuais e que também se caracteriza pela existência de direitos residuais divisíveis sobre os activos e sobre os fluxos financeiros da organização que podem geralmente ser vendidos sem permissão das restantes partes contratuais.

²¹ Nas palavras de Ross (1973), a relação de agência é uma das mais antigas e banais formas codificadas de interacção social. Exemplos de situações de agência são universais. Essencialmente todos os arranjos

Na literatura económica, a solução de um problema agente-principal envolve o desenvolvimento de um conjunto de incentivos que condicionem o agente a seguir os objectivos do principal²².

No sector privado uma importante relação de agência existe entre os accionistas (*principal*) e os gestores (*agente*). Na sua forma mais simples os accionistas são os donos da empresa e nomeiam os gestores para gerirem em seu nome e representação.

No sector público, a relação *agente-principal* é mais complexa, porque em último grau o dono dos activos - o principal - é o público. Isto significa que se espera que a privatização conduza a um esforço de gestão com vista a ganhos de eficiência, implicando um sistema melhorado de acompanhamento e controlo do comportamento do agente, por parte do principal ou a uma imposição de constrangimentos discricionários. Por outras palavras, uma mudança na propriedade envolve uma nova relação *agente-principal* com novas formas de informação e de regimes de incentivos.

Escolha pública e relações de agência

Por seu lado, a teoria da escolha pública interessa-se mais directamente com o actual comportamento do sector público. No centro desta literatura²³ está o argumento de que os decisores políticos prosseguem a sua própria utilidade em vez do interesse público. De acordo com a visão principal desta corrente teórica, as políticas são organizadas para maximizar votos, assegurando as carreiras dos políticos e os orçamentos dos departamentos estatais serão alargados de modo a que os agentes públicos beneficiem de melhores condições e situações profissionais e salariais. Nesta perspectiva, o sector público é um terreno fértil para o aparecimento de actividades de *procura de rendas*. Em particular, o argumento sugere que, por exemplo, os sindicatos procurarão inflacionar as negociações salariais e fazer subir os níveis de emprego e os fornecedores e outras partes contratantes procurarão maiores margens de lucros.

contratuais, como sejam, entre empregador e empregado, entre o Estado, governantes e governados, contém importantes elementos de agência.

²² Destes esquemas de incentivos decorrem os custos de agência que incluem também os custos de controle de gestão e as “perdas residuais” (valor global resultante da diferença entre os resultados das decisões do agente e os resultados das decisões que maximizariam a utilidade do principal).

²³ Para uma revisão dos principais conceitos da teoria da escolha pública, ver Pereira (1997).

Juntas, a teoria dos direitos de propriedade e a da escolha pública, sugerem que as empresas públicas e as privadas diferem em comportamentos de gestão e consequentemente no nível do desempenho, visto que, a função objectivo e os constrangimentos de gestão são diferentes. Com efeito, de acordo com a teoria sobre incentivos nas organizações, e nas relações *principal-agente* e sobre contratos incompletos e privatização²⁴, as diferenças fundamentais entre empresas públicas e privadas reduzem-se a uma diferença de incentivos em face da informação incompleta que conduz a diferenças nos comportamentos. Assim, o ponto de partida para a teoria da propriedade são os contratos incompletos. Se os contratos fossem completos a propriedade não importaria dado que os comportamentos discricionários de gestão seriam evitados através do contrato. É a incapacidade dos *principais* em estabelecerem contratos completos para os seus *agentes*, cobrindo todas as possíveis contingências e em controlarem totalmente a sua execução que conduz ao comportamento discricionário de gestão ou problemas de agência. Por esse motivo, se a privatização faz a diferença, tal dever-se-á ao facto de na fase de privatização somente serem possíveis e viáveis contratos incompletos [(Schmidt (1996))].

1.5 O debate sobre a relação entre a propriedade pública/privada e o desempenho/eficiência

Não obstante a força da literatura sobre direitos de propriedade, escolha pública e teoria de agência na defesa da prevalência da propriedade privada sobre a pública em relação ao desempenho/eficiência das empresas, a teoria e investigação económica tem vindo a relativizar e condicionar a generalização daquela prevalência.

A existência de todo um conjunto de literatura teórica – essencial neste debate - não poderá ser esquecida. Estes contributos, aparecidos, principalmente, desde finais dos anos oitenta não são unânimes no apoio à superioridade intrínseca da propriedade privada. Assim, importa ter em conta que alguns dos aspectos destas teorias têm vindo a ter alguma contestação, nomeadamente, quanto ao modo como excluem a atenuação dos direitos de propriedade no sector privado e quanto à abordagem da motivação dos decisores políticos e gestores públicos.

²⁴ Schmidt (1996). Sappington (1991), Gibbons (1998), Grossman and Hart (1986).

Atenuação dos direitos de propriedade no sector privado

O principal argumento sugere que a atenuação dos direitos de propriedade também se verifica nas empresas privadas, de capital aberto, controladas pelos gestores. A este propósito, no início dos anos 90 vários autores²⁵ argumentaram que a concorrência nos mercados de produtos é mais importante na determinação da eficiência do que o facto da empresa ser propriedade pública ou privada. De acordo com Boardman e Vining (1989, 1992), uma versão extrema deste primado da concorrência versus propriedade é que mesmo onde a concorrência está normalizada (i.e., onde não se verificam deficiências de mercado significativas), a propriedade não interessa, ou seja que não há diferenças na eficiência, entre empresas públicas e privadas nos mercados concorrenciais.

O argumento de que não há diferença de eficiência em mercados concorrenciais, teria como consequência dizer-se que a introdução da concorrência num mercado de empresas públicas eliminaria largamente a necessidade da privatização. Ou seja, na ausência de deficiências de mercado, a concorrência seria perfeita. Deste modo, se o poder de monopólio da empresa pública é a única barreira à eficiência, a melhor solução será a concorrência.

O principal argumento que apoia esta visão é baseado na reivindicação de que o problema da relação *principal-agente* nas empresas privadas, controladas pelos gestores, não é pior que a ausência de controle do mercado de capitais nas empresas públicas, dado que, na prática, a gestão no sector privado está nas mãos de gestores cujos objectivos não são os mesmos dos accionistas, visto que estes nem sempre têm a adequada informação para exercerem o controle, tanto mais que em face da disseminação do capital por muitos detentores, os accionistas individuais não têm incentivos para exercerem o controle. Esta matéria tem vindo a ser investigada pela literatura sobre a estrutura de propriedade e a sua relação com o desempenho, já atrás referida. Baseia-se na consideração de que as empresas privadas controladas directamente pelos respectivos donos são mais eficientes que as empresas também privadas controladas por gestores/agentes. Deste modo e segundo Boardman e Vining (1992), para se concluir que em conjunto todas as empresas privadas são mais eficientes

²⁵ Como por exemplo, Yarrow (1986), Kay and Thompson (1986), Vickers and Yarrow (1989), Laffont and Tirole (1991).

que as empresas públicas, bastará estabelecer e comprovar a primeira asserção. A evidência reunida por estes autores comprova que geralmente assim acontece.

Um outro argumento usado para se defender a noção de que não há diferença de eficiência entre as empresas públicas e privadas é dizer que as empresas públicas são eficientes, não obstante produzirem outputs sócio-políticos (necessariamente à custa da rendibilidade) de um modo eficiente e que isto acontece porque o mercado político é concorrencial, gerando resultados equivalentes aos obtidos pelo mercado de capitais. Isto significa que se considera que são as eleições que dão contestabilidade ao mercado político, gerando resultados socialmente eficientes. Ora, acontece que as normas legais, permitindo a concorrência no mercado político não são tão indutoras de eficiência quanto as normas do mercado de capitais.

A conclusão que se pode tirar é que a propriedade interessa e que há uma forte evidência do superior desempenho das empresas privadas.

Motivação no sector público

A principal crítica que, nesta matéria, se faz à teoria dos direitos de propriedade, escolha pública e relações de agência, é que se baseia numa visão simplista da natureza e motivação humana. Esse conjunto de literatura parte do conceito de maximização da utilidade presente na teoria económica neoclássica que sugere que todos os indivíduos procuram o seu interesse próprio, que aplicada ao sector público conduz à conclusão de que tanto os políticos como os gestores públicos/agentes procuram maximizar os votos com vista à sua permanência em funções.

No entanto, a motivação humana poderá ser uma questão muito mais complexa, sendo que também se pode defender a hipótese e, ter mesmo a certeza, de que tanto os políticos como os gestores públicos prosseguem objectivos de interesse público quando gerem com eficiência as empresas e outras instituições e organismos dependentes do Estado. Em abono desta tese, assinale-se que tanto o mercado de trabalho e de recrutamento, como a formação e educação académica dos gestores são idênticas, independentemente do sector onde trabalham, pelo que a sua motivação e brio profissional deverão ser também idênticos.

1.6 Evidência teórica sobre o desempenho relativo das empresas públicas versus privadas

A teoria dos direitos de propriedade da empresa sugere que as empresas públicas deverão ter um desempenho menos eficiente e menos rentável que as empresas privadas. Contudo, até finais dos anos 80, a evidência teórica existente fornecia um fraco apoio para essa hipótese. No Apêndice II apresenta-se uma síntese dos principais estudos teóricos publicados sobre esta matéria.

Propriedade vs concorrência

A maioria dos artigos teóricos analisados, embora reconhecendo as sérias deficiências do sector público, conclui que tal não implica uma presunção generalizada a favor da propriedade privada. Encontram-se nesta linha de pensamento, Yarrow (1986), Kay and Thompson (1986) e Vickers and Yarrow (1989), embora refiram que nos mercados razoavelmente concorrenciais e sem outras deficiências de mercado significativas se possa justificar a presunção de que a propriedade privada é aconselhável. Não obstante se reconhecer que a privatização afecta o desempenho económico indirectamente através das mudanças comportamentais induzidas por alteração de incentivos, afirma-se que a concorrência e a regulação são mais importantes determinantes do desempenho das empresas que o factor propriedade. Isto significa que se entende que não é a propriedade, enquanto tal, mas a interacção entre a propriedade e a concorrência que promovem a eficiência económica. Yarrow (1986) vai ao ponto de afirmar que a preocupação com a privatização é uma das formas de distrair a atenção das questões fundamentais.

Privatização vs regulação

Por outro lado, aqueles autores e a que se juntam Nellis and Kikeri (1989), Shapiro and Willig (1990), Estrin and Pérotin (1991), Laffont and Tirole (1991) e Vickers and Yarrow (1991), alertam para a necessidade de se considerarem conjuntamente os efeitos da propriedade, da concorrência e da regulação, porque onde o poder de monopólio for importante, a intervenção governamental é desejável, como garante do bem estar social, e a regulação deverá existir, sendo que os efeitos da privatização de monopólios no bem estar de uma sociedade dependem em muito da forma como os problemas de regulação vierem a ser ultrapassados. Em termos gerais, estes autores sublinham que em mercados com pouca concorrência, as empresas privadas reguladas não terão um desempenho

melhor que o das empresas públicas, sendo até, talvez, pior. Neste âmbito, Laffont and Tirole (1991), ao reapreciarem, à luz da moderna teoria de agência, alguns dos argumentos sobre se será a propriedade privada ou pública que melhor promove o bem estar social, no plano do específico “*trade-off*” entre empresa pública e empresa privada regulada, concluem que a regulação de uma empresa privada poderá introduzir outras fontes de ineficiência, quando os objectivos do governo e dos reguladores entrarem em conflito com os objectivos dos accionistas dessa empresa.

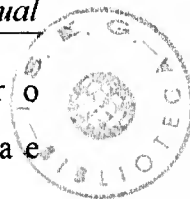
Nesta mesma perspectiva, Estrin and Pérotin (1991), ao ilustrarem e reverem a relação complexa entre a propriedade e o desempenho das empresas, embora argumentando que a propriedade pública faz com que a relação dono-gestor seja mais complicada - em face da cadeia dos principais ser muito vasta, sendo que os objectivos são politicamente determinados – concluem que a eficiência relativa da empresa pública versus privada depende da eficácia do mercado de capitais, do sistema político e constitucional, do sistema de informação e de sanções à disposição dos decisores políticos e da natureza do mercado de recrutamento dos gestores. As variações destes factores podem ajudar a explicar as diferentes naturezas e papéis do sector público entre diversos países. Não obstante a hipótese que colocam de a privatização poder melhorar a eficiência interna de uma empresa que vise o lucro e que opere num mercado concorrencial, reafirmam o princípio de que, contrariamente, onde se verifiquem deficiências de mercado e o controle privado seja fraco, a nacionalização, acompanhada de uma clara definição de objectivos, poderá, efectivamente melhorar a eficiência de gestão.

Neste debate da relação entre a empresa pública e a empresa privada regulada, o contributo ao nível teórico fundamental de Shapiro and Willig (1990) foi essencial. Estes autores confirmam que se as deficiências de mercado (externalidades e poder de monopólio) forem fortes, então a privatização pura e simples sem regulação talvez dê resultados inferiores aos de uma empresa pública, sendo que, a este nível, a questão que se deve colocar será a de saber se uma empresa privada devidamente regulada terá ou não um melhor desempenho que uma empresa pública. Para estes autores a resposta emerge sob a forma do seu *teorema da neutralidade*: sob um certo conjunto de condições, não há diferenças de desempenho entre uma empresa pública e uma empresa privada sujeita a um esquema óptimo de regulação. Um pressuposto importante deste teorema é que a entidade gestora da empresa pública seria também a administradora da

agência de regulação, isto é, a entidade reguladora teria que ter o poder discricionário suficiente para procurar obter os mesmos resultados que obteria com a tutela directa da empresa pública.

Shapiro and Willig (1990) utilizam esta *teoria da neutralidade* com vista à identificação das diferenças intrínsecas entre empresas públicas e privadas e para explicarem quando se manifesta o interesse da privatização. De entre as diversas proposições em que se decompõe a sua teoria reveste-se de particular interesse sublinhar as seguintes: (i) para a entidade máxima reguladora de um país será indiferente que o governo controle directamente uma empresa pública ou que crie uma agência de regulação para essa empresa privatizada desde que, basicamente, todas as eventualidades sejam contratualizáveis e que não existam limitações de possibilidades de subvenções do tesouro público; (ii) os níveis de actividade sob gestão pública são mais passíveis de adaptação às necessidades da sociedade do que sob gestão em empresa privada regulada, ou seja, a empresa pública é mais flexível do que a empresa privada regulada na resposta a mudanças de objectivos dos decisores públicos e políticos, mesmo quando essas mudanças reflectirem unicamente o interesse privado desses agentes políticos; (iii) a empresa pública será preferível quando os interesses privados dos agentes políticos forem de pequena dimensão e a empresa privada regulada será desejável quando esses interesses privados forem significativos, conforme se evidencia na Figura 1.1, sendo que claramente o agente político preferirá a empresa pública porque assim terá mais liberdade de acção para a escolha do nível e condições de operação da empresa; (iv) os agentes públicos preferirão a empresa pública em detrimento da empresa privada até um ponto que depende dos custos associados com as subvenções do tesouro e com a variabilidade da rendibilidade da empresa. Quando os interesses privados dos agentes políticos forem nulos, esses interesses e os interesses do público e da sociedade em geral coincidem, pelo que a melhor solução passa pela empresa pública, visto que a sociedade não terá receio da agenda privada do agente político; (v) sob concorrência perfeita, a empresa privada é melhor forma de organização.

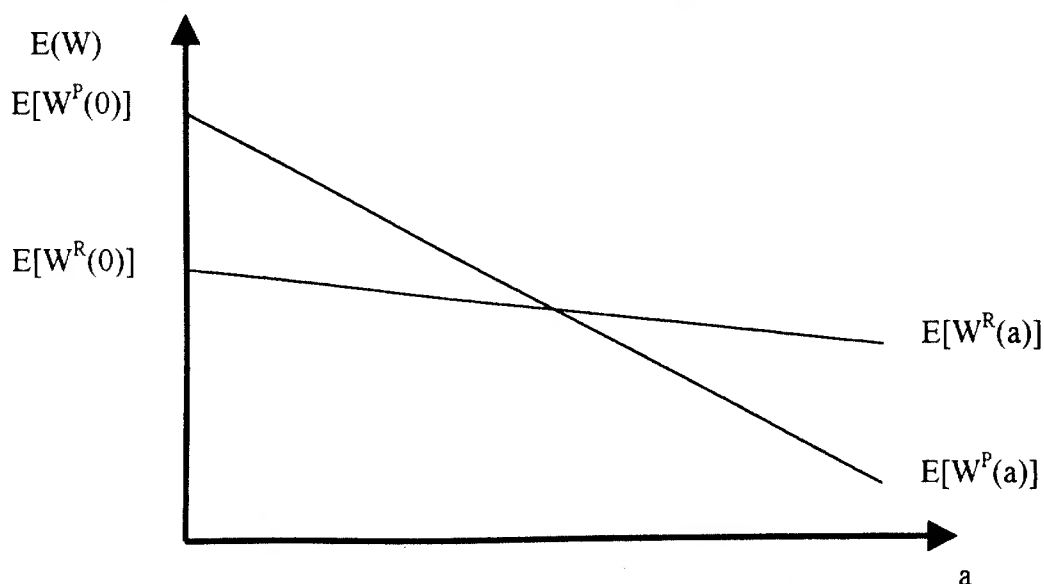
A questão final que se pode ainda colocar será saber a partir de que ponto é que na óptica da sociedade é mais adequada a empresa privada regulada do que a empresa pública. A resposta a esta questão está relacionada com o grau de importância dos interesses privados (agenda privada) dos agentes políticos. Para os autores que vimos



referindo, um acréscimo da importância da sua agenda privada passa a afectar o interesse do público em geral e da sociedade e a sua escolha entre empresa pública e empresa privada. Um acréscimo da importância da agenda privada dos políticos torna a privatização mais atractiva para o interesse do público. Em termos da Figura 1.1, isso significará que a curva $E[W^P]$ cairá mais rapidamente que a curva $E[W^R]$, ou seja, o valor esperado da função objectivo do público em geral cai mais rapidamente sob gestão pública do que sob gestão de empresa privada regulada.

Figura 1.1

O efeito da agenda privada dos agentes políticos nos resultados gerais da sociedade



$E(W)$ = Valor esperado dos resultados da agenda privada dos agentes políticos na sociedade em geral

a = Grau de importância da agenda privada dos agentes políticos

$E[W^P(0)]$ = Valor esperado dos resultados com empresa pública com uma baixa agenda privada dos agentes políticos

$E[W^R(0)]$ = Valor esperado dos resultados com empresa privada regulada com uma baixa agenda privada dos agentes políticos

$E[W^R(a)]$ = Valor esperado dos resultados com empresa privada regulada com uma elevada agenda privada dos agentes políticos

$E[W^P(a)]$ = Valor esperado dos resultados com empresa pública com uma elevada agenda privada dos agentes políticos

Fonte: Shapiro and Willig (1990)

Sintetizando, na ausência de uma agenda privada dos políticos, a forma pública de organização é superior, e a regulação de empresas privadas é mais desejável do que a gestão pública quanto mais saliente for essa agenda privada.

Em resumo, a conclusão geral destas análises de finais dos anos oitenta e início da actual década, era de que embora os economistas tendessem a concordar sobre os benefícios da privatização em sectores onde já existisse concorrência, o debate acerca dos benefícios de privatização de monopólios naturais ou de empresas com importantes externalidades continuava em aberto, sendo que outros métodos de reforma das empresas públicas, como por exemplo, a promoção de uma concorrência mais efectiva, poderiam ser muito mais eficazes do que a privatização pura e simples.

A visão da superioridade da propriedade privada

Para se concluir esta revisão da evidência teórica restará ter presente os diversos contributos da década de 90, assentes sobretudo em investigadores das Universidades de Harvard e Chicago que em conjunto com o grupo de economistas do Banco Mundial ligado ao tema das privatizações têm vindo a produzir um crescente número de estudos, principalmente relacionados com a privatização nas economias em transição dos países do leste europeu.

Os estudos em questão, Shleifer and Vishny (1994), Boyco, Shleifer and Vishny (1994) e (1996), e Shleifer(1998) apoiam fortemente o favorecimento da propriedade privada sobre a pública, em bases de eficiência e rendibilidade.

Assim, Boycko, Shleifer e Vishny (1994) consideram que as empresas públicas não são rentáveis nem eficientes devido a opções políticas deliberadas. No seu modelo, os políticos dão valor às empresas públicas porque as podem usar como instrumentos de influência no favorecimento dos seus apoiantes políticos (emprego, investimentos, preços de venda dos bens e serviços, preços de compra dos factores de produção). Dado que os políticos suportam poucos dos custos da ineficiência económica que promovem, ainda que captem muitos dos benefícios políticos, têm poucos incentivos a prosseguirem uma reforma com sentido. Boycko, Shleifer, e Vishny (1996) vão um pouco mais longe e explicam porque é que a privatização é a única via para quebrar este círculo vicioso de subsídios e de ineficiência, visto que a privatização aumenta o custo político de intervenção nas operações da empresa. A privatização funciona porque controla o poder discricionário dos políticos, na medida em que o problema da relação de agência que explica a ineficiência das empresas públicas é mais um problema de agência com os políticos do que com os gestores, ou seja, os problemas com o poder discricionário dos gestores são menores do que os problemas com o poder discricionário

dos políticos. No modelo apresentado, a privatização, efectivamente, separa os políticos dos gestores, despolitizando a empresa e conduzindo à sua reestruturação, mesmo quando os políticos podem usar subsídios para convencerem as empresas a não se reestruturarem.

Noutra perspectiva, Shleifer (1998) ao avaliar a problemática da produção interna ou contratação externa dos bens e serviços necessários para um Estado/governo conclui que qualquer governo que deseje levar mais além os seus objectivos sociais, raramente será proprietário da produção necessária à prossecução desses objectivos. Esta conclusão assenta na consideração de que tendo melhorado quer a qualidade da regulação quer da contratação, e sendo a concorrência entre prestadores de bens e serviços mais efectiva, o perigo da politização da produção torna-se evidente, tanto mais que o potencial de inovação e capacidade empresarial das empresas é cada vez mais elevado. Por todas estas razões, os benefícios de redução do papel do governo enquanto produtor são cada vez mais evidentes e estão a começar a ser explorados. As considerações políticas, não só fortalecem as estratégias de privatização como são a sua razão principal. Para este autor, a eliminação da motivação política na afectação dos recursos, tem sido, em todo o mundo o principal benefício da privatização.

Em conclusão, as empresas públicas são altamente ineficientes porque prosseguem os objectivos dos políticos que as controlam, e isto só pode ser resolvido através da sua transferência para a propriedade privada – preferencialmente para accionistas externos em vez de para os gestores, dado que estes têm incentivos similares aos dos políticos para manterem alguns factores de produção, como o emprego em excesso.

1.7 Evidência empírica sobre a eficiência das empresas públicas versus privadas

Até ao início dos anos 90 a evidência empírica sobre a eficiência relativa das empresas públicas e privadas, embora maioritariamente desse o seu apoio à hipótese de uma maior eficiência da empresa privada, não era unânime nesse apoio. Com base na revisão da literatura feita por Vining and Boardman (1992), verifica-se que dos 95 estudos considerados cerca de 71,5 % (68 estudos) apresentam evidência que confirma a superioridade das empresas privadas, enquanto que somente 7 estudos (7,4 %) provam a melhor eficiência das empresas públicas. Os restantes 20 estudos (21,1 %) concluem pela não diferença de eficiência ou apresentam resultados ambíguos.

Assim, estes autores concluem que existe uma forte evidência que apoia a hipótese de um desempenho superior das empresas privadas, tanto mais que os estudos mais recentes apoiam de um modo quase universal essa superioridade e que muitos dos estudos que deram apoio à conclusão da superioridade da empresa pública ou da não diferença, eram relativos a sectores com estruturas de monopólio, duopólio ou com características de elevada regulação governamental, pelo que não poderão dar informações significativas sobre a eficiência comparativa em ambientes concorrenciais.

Para sintetizar esta literatura seleccionaram-se 9 estudos, cujo resumo consta do Apêndice III. Um dos artigos mais citado apoiando a propriedade pública é o de Caves e Christensen (1980), que em conjunto com as abordagens teóricas referidas no ponto anterior de Kay e Thompson (1986), Yarrow (1986), Vickers e Yarrow (1988), Bishop e Kay (1989) corporizam a ideia de que a propriedade pública não é inerentemente menos eficiente que a privada. Para aquele autor, que se debruçou sobre a eficiência relativa das duas empresas (uma pública e a outra privada) que operam o sistema canadiano de caminhos de ferro, a notada ineficiência das empresas públicas deriva mais do facto de estarem isoladas da concorrência efectiva do que da sua natureza de propriedade pública.

Os outros três estudos mais antigos (Davies (1977), Crain and Zarrdkoohi (1978) e Pryke (1982) sustentam, sem qualquer ambiguidade que a forma privada de operar sob as regras associadas com direitos de propriedade privados e negociáveis é mais produtiva, mais eficiente, tem menores custos que a forma empresarial de propriedade pública.

Especial destaque merecem os estudos de Boardman and Vining (1989) (1992). O primeiro teve por objectivo proceder a um teste à teoria dos direitos de propriedade baseada na comparação de empresas públicas, mistas e privadas em ambiente competitivo. A amostra consistiu nas 500 maiores empresas industriais exteriores aos USA (dados recolhidos da Fortune de 1983). Utilizaram 4 medidas de rendibilidade: (ROE, ROA, ROS, NE) e 2 medidas de eficiência-X; vendas por empregado e vendas por activo. Os resultados fornecem forte evidencia que as grandes empresas industriais estatais e mistas têm um desempenho substancialmente pior que as empresas privadas similares. Em termos de indicadores de rendibilidade, as empresas mistas têm um desempenho não melhor e muitas vezes pior que as empresas públicas. Em termos de

vendas por empregado, as empresas mistas estão melhor que as empresas públicas, mas em termos de vendas por activos não há diferenças substanciais. Estes resultados indicam que em ambientes concorrenciais, há diferenças de desempenho entre as empresas públicas e privadas, sendo a situação favorável às privadas. Num estudo posterior, Vining e Boardman (1992) novamente examinaram a questão da propriedade privada versus propriedade pública, usando uma amostra de empresas canadianas. Os seus resultados são qualitativamente similares às primeiras conclusões, excepto que neste último estudo se detecta que as empresas mistas são de facto mais rentáveis que as empresas públicas. No entanto, os autores reconhecem que isso não implica necessariamente que a propriedade privada seja sempre preferível à propriedade pública. As empresas privadas, sempre que possível, também revelam comportamentos de *procura de rendas*, embora tendam a maximizar as rendas realizáveis através de um posicionamento de gestão permanente de diminuição de custos. Assim, Vining and Boardman (1992) concordam com Yarrow (1986) que em presença de largas economias de escala e de âmbito, altas barreiras de entrada, ou externalidades, a propriedade pública pode ser preferida.

Ehrlich, Gallais-Hamonno, Liu and Lutter (1994), por seu turno, procedem à análise dos efeitos da propriedade pública versus privada nas taxas de crescimento da produtividade a longo prazo, específicas de cada empresa. A amostra foi composta por 23 companhias de aviação internacionais com diferentes níveis de propriedade pública, no período de 1973-83. A principal conclusão a que chegaram é que a propriedade pública tende a baixar o crescimento da taxa de produtividade e/ou a redução de custos. Também indicam que a privatização parcial de empresas totalmente públicas produzirá uma melhoria marginal substancialmente inferior no crescimento da produtividade que a privatização completa, sendo que os resultados parecem ser independentes da estrutura concorrencial dos mercados e do ambiente de regulação existente. As estimativas produzidas pelos autores, apontam que uma mudança total da propriedade pública para a privada poderá aumentar a taxa de redução de custos em cerca de 1,7 % ao ano, e a taxa de crescimento longo prazo da produtividade em cerca de 1,6-2 %, implicando que os custos unitários das empresas públicas possam duplicar os das empresas privadas num período de 36-40 anos.

Majumdar (1996) contribui empiricamente para este debate sobre a eficiência das empresas públicas versus empresas privadas na Índia, dando um forte apoio a estas últimas. Usando dados agregados por sectores, o autor conclui que as empresas públicas detidas pelos governos central e locais têm *scores* de eficiência de 0,658 e 0,638, respectivamente, no período de 1973-89, enquanto que as empresas mistas e privadas têm *scores* de 0,92 e 0,975, respectivamente. Embora, se detectem melhorias no desempenho das empresas públicas nesse período, aquando da introdução de políticas de liberalização e de desregulamentação, os autores concluem que só a propriedade privada pode melhorar o desempenho económico do país, no longo prazo.

Os estudos empíricos sobre o desempenho comparativo das empresas portuguesas públicas versus privadas são ainda muito escassos. Recentemente, foi publicado um estudo de Osório, A. e Santos, V. (1999) que obtém resultados consistentes com a hipótese do desempenho inferior das empresas públicas. Segundo os autores, estas conclusões apoiam as proposições da teoria de agência, nomeadamente a dificuldade de controle das empresas públicas e a falta de incentivos direccionados para a eficiência. Os autores trabalharam a base de dados da *Revista Exame*, contendo as 500 maiores empresas portuguesas em 1996, e com base num conjunto de indicadores de *performance* e de estrutura e de variáveis *dummy* para capturar os efeitos relacionados com a propriedade, ramo de actividade e localização geográfica, estimaram pelo método dos mínimos quadrados a relação entre essas variáveis, tendo concluído que os resultados dessa estimação parecem confirmar, de forma inequívoca, que as empresas privadas têm níveis de eficiência económica superiores aos das empresas públicas.

Em resumo, e tomando toda a evidência no seu conjunto, não restam dúvidas de que a literatura académica publicada sobre o desempenho relativo das empresas públicas e privadas apoia a hipótese da superioridade da propriedade privada sobre a pública nas empresas, tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.

1.8 Conclusão

A principal corrente de investigação da teoria microeconómica assinala que é o factor concorrência que desempenha o papel determinante na afectação dos recursos, omitindo a propriedade enquanto factor de eficiência. Ou seja, a teoria económica neoclássica associa eficiência e desempenho empresarial com estrutura de mercado em geral e com a dimensão e profundidade da concorrência em particular. Assim, o factor propriedade

é um considerando secundário. Em teoria, fará pouca diferença se a empresa é de propriedade privada ou pública, desde que a empresa opere num mercado competitivo ou contestável, sem barreiras de entrada, ou de saída, o accionista ou proprietário instrua os gestores a seguirem os sinais do mercado, e, para o efeito, lhes forneça uma adequada autonomia e que a gestão seja avaliada na base do seu desempenho.

Não obstante, não existir na teoria neoclássica uma ligação directa entre propriedade e eficiência, existem, entretanto, argumentos válidos que estabelecem essa relação. Existe todo um conjunto de alterações modernas em relação ao raciocínio clássico que tentam estabelecer uma clara relação entre propriedade e eficiência. Essas alterações decorrem principalmente das teorias sobre direitos de propriedade, escolha pública e teoria de agência. Do ponto de vista operativo, estes raciocínios afirmam que a propriedade privada produzirá resultados de eficiência superiores, devido, principalmente, aos seguintes factores: (i) os mercados de capitais submetem as empresas de propriedade privada a um maior escrutínio e disciplina do que para as empresas públicas; (ii) as empresas privadas estão sujeitas a um risco de saída do mercado superior ao das empresas públicas, visto que podem ter de enfrentar situações de falência, aquisições hostis, liquidações e encerramentos, que ocorrem com pouca frequência nas empresas públicas. (iii) os políticos interferem menos nos negócios das empresas privadas do que no das empresas públicas. A interferência política é a principal causa da redução da eficiência nas empresas públicas; Esta situação manifesta-se no excesso de postos de trabalho, na descapitalização em termos de fundos próprios, em localizações inadequadas das unidades produtivas, no mau uso dos factores de produção e em muitos outros elementos; (iv) as empresas privadas são supervisionadas por accionistas e administrações com interesses próprios, em vez de funcionários desinteressados, e, portanto, direccionados para o uso eficiente do capital.

Em conclusão e com base nestes raciocínios e na evidência teórica e empírica apresentada, prova-se que o factor propriedade desempenha um papel determinante na rendibilidade e produtividade das empresas, não obstante os factores políticos e organizacionais serem também fundamentais.

Parafraseando Nellis (1994), em resposta à pergunta sobre se a privatização é mesmo necessária, a resposta será um decidido “sim”. A privatização é necessária, e não só simplesmente para melhorar a eficiência das empresas públicas – embora a evidência

assinale que pode e realmente melhora mesmo o desempenho. As contribuições essenciais da privatização consistem em fixar os ganhos conseguidos com a reestruturação prévia à privatização, em permitir um maior distanciamento do processo político e na imunização contra a doença mortal das empresas públicas: interferências de “donos” que têm outros objectivos que não o lucro.

Capítulo 2

Desempenho financeiro e operativo de empresas privatizadas: uma revisão da literatura

2.1. Introdução

O objectivo deste capítulo consiste na apresentação de uma revisão da literatura sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas. A investigação efectuada procurou, sobretudo, debruçar-se sobre estudos recentes, elaborados já nesta década.

A metodologia utilizada consistiu, em primeiro lugar, numa discussão das principais conclusões dos diversos estudos, apresentando-os agrupados em quatro grandes blocos relativos a estudos sobre empresas do Reino Unido; estudos globais abarcando empresas de múltiplos países; estudos sobre empresas das economias em transição do leste europeu e outros estudos relativos a um só país ou a uma empresa isolada.

Seguidamente procede-se à apresentação cruzada dessa literatura relacionando-a com determinados tópicos, essenciais, para os fins a atingir com o presente capítulo e que têm a ver com o impacto da privatização no desempenho das empresas, com a privatização em estruturas de mercado concorrenciais e não concorrenciais, com a privatização total ou parcial e em países industrializados ou em vias de desenvolvimento e, por fim, com o impacto da concentração da propriedade e mudanças de gestores no desempenho das empresas privatizadas.

2.2. Principais conclusões dos estudos sobre a avaliação do desempenho das empresas privatizadas

Para efeitos desta análise, os dezasseis estudos identificados na literatura, e sintetizados no Apêndice III, apresentam-se agrupados em quatro grandes blocos: (i) estudos sobre empresas do Reino Unido; (ii) estudos globais abarcando empresas de múltiplos países; (iii) estudos sobre empresas das economias em transição do leste europeu e (iv) outros estudos relativos a um só país ou a uma empresa isolada.

Estudos sobre empresas do Reino Unido

Um conjunto de estudos interessantes é composto pelos artigos de Parker and Hartley (1991a) (1991b) e Hartley, Parker and Martin (1991). Esta série de estudos visou a análise do desempenho de 10 organizações do RU que sofreram mudanças na sua situação de enquadramento institucional, entre 1969 e 1987. Das 10 organizações, somente 3 delas se referem a processos de privatização. As outras 7 são relativas a movimentos de enquadramento institucional dentro do próprio sector público²⁶. A hipótese central a ser testada era que movimentos de situação na direcção de empresa pública para privada (privatização) ou de departamento governamental para empresa pública melhoraria o desempenho. Para o conjunto da amostra das 10 organizações, os autores concluem que os resultados são mistos. Isto significa que os indicadores calculados não forneceram elementos que apoiem completamente a hipótese de trabalho. No entanto, ressalve-se que, relativamente aos casos das organizações constantes da amostra objecto de privatização, os resultados a que se chegou confirmam totalmente a hipótese de que uma mudança de propriedade do público para o privado melhora efectivamente o desempenho das organizações. Contudo, os autores assinalam que a privatização produzirá maiores ganhos de eficiência nas situações em que se introduza a concorrência nos monopólios do sector público, e quando se introduzirem esquemas de incentivos para os gestores e restantes trabalhadores.

Haskel and Szimanski (1993) procederam à análise das consequências nos salários e no emprego que resultam da privatização, de mudanças nos objectivos do sector público e da liberalização de sectores de actividade económica. Para o efeito, estimaram regressões sobre dados de salários e emprego de 14 empresas que eram públicas em 1972 e que passaram por processos de privatização ou de mudança de objectivos, tendo concluído que o emprego cai como resultado da variação de objectivos em direcção a metas mais comerciais (efeito privatização/mudança de objectivos), e que os salários não são afectados

²⁶ Da amostra constam as empresas privatizadas British Airways, British Aerospace e National Freight. Os movimentos dentro do sector público identificados na amostra são de departamento governamental para empresa pública e fundo comercial, de empresa pública para empresa municipal e vice-versa.

pela privatização/mudança de objectivos, mas sim pela alteração da estrutura de mercado, ou seja, os salários caem com a diminuição do poder de mercado (efeito da liberalização).

Newberry and Pollitt (1997) conduziram um estudo sobre a análise de custo-benefício da reestruturação e privatização da empresa (CEGB) que até 1989 tinha o monopólio da produção e distribuição da electricidade na Inglaterra e no País de Gales. Procuraram, essencialmente, investigar se a reestruturação e privatização tinha sido socialmente benéfica. A metodologia usada consistiu na comparação de custos com e sem privatização, ou seja, os autores compararam o desempenho das empresas privatizadas com a estimativa do que teria acontecido se as empresas tivessem continuado públicas, tendo concluído pela evidência de melhorias de desempenho significativas no pós-privatização, sendo que os maiores benefícios resultaram de ganhos de eficiência no uso dos inputs. A sua estimativa mais importante apontou para uma redução de custos permanentes de cerca de 5 % ao ano, equivalente a uma rendibilidade adicional dos activos de 40 %.

No último estudo que aqui se apresenta e dedicado ao Reino Unido, Eckel, Eckel and Singal (1997), examinam o efeito da privatização da British Airways (BA) através da análise do seu impacto nas tarifas aéreas e no preço das acções das empresas americanas concorrentes. Para o efeito, assumiram que o desempenho empresarial seria função da mudança de propriedade (privatização) e mudança de objectivos e da envolvente económica (regulação/concorrência), sendo que as expectativas dos autores seriam de queda dos preços das acções dos concorrentes, de queda das tarifas aéreas e de redução dos custos de operações. Os autores concluíram que os preços das acções dos concorrentes americanos sofreram uma queda de uns significativos 7 %, implicando que o mercado tinha uma expectativa de que a BA privatizada seria muito mais eficiente e competitiva²⁷. Por outro lado, as tarifas aéreas nos mercados operados pela BA baixaram significativamente após a privatização. Estes resultados sugerem que uma mudança de propriedade pública para propriedade privada melhora a eficiência económica e que a natureza dos ganhos da privatização resultam das mudanças organizacionais que conduziram a melhorias da

²⁷ Os autores também examinaram a privatização, em duas fases, da Air Canada. Tendo em conta o facto de esta empresa não competir em muitas das suas rotas com as companhias americanas de aviação, não se verificaram quedas dos preços das acções aquando da primeira fase de privatização, mas sim na segunda fase, com a privatização total, em que a queda se situou em 13,7 %.

eficiência e da rendibilidade, onde ocupam lugar importante a introdução de esquemas de compensação e de incentivos baseados no desempenho, e a nova estrutura organizacional de controle de gestão.

Estudos globais abarcando amostras de empresas de múltiplos países

Um dos estudos mais citados sobre privatização, elaborado sob a égide do Banco Mundial, é o de Galal, Jones, Tandon and Vogelsang (1992) comparando o desempenho pós privatização de 12 empresas de 4 países, a maioria monopólios, com o que teria acontecido às empresas, caso não tivessem sido privatizadas. Neste estudo, os autores procuram responder, essencialmente, às questões de quem ganhou e quem perdeu com a privatização. A principal conclusão vai no sentido da visão tradicional de que a privatização melhora o bem estar económico, dado que concluem que se verificaram ganhos no bem estar social em 11 dos 12 casos, e que não encontraram qualquer situação de diminuição significativa das condições dos trabalhadores, sendo que em 3 delas viram a sua situação beneficiada²⁸.

De seguida, apresentam-se três estudos que por utilizarem a mesma metodologia permitem a comparação efectiva dos seus resultados. Trata-se dos estudos de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999). O primeiro destes estudos e iniciador desta série visava comparar o desempenho financeiro e operativo pré e pós privatização de 61 empresas de 18 países e de 32 sectores industriais que experimentaram processos de privatização de 1961 a 1990. As hipóteses de trabalho consideradas pelos autores foram que a privatização permite melhorar a eficiência operativa e financeira das antigas empresas públicas, com a obtenção de acréscimos significativos na rendibilidade, na eficiência operativa, no output, nos dividendos, no investimento e diminuições ao nível do endividamento e do emprego. Os resultados obtidos pela investigação empírica provam, efectivamente, fortes melhorias de desempenho,

²⁸ Merecem ainda destaque, as seguintes conclusões deste estudo: a alteração mais radical ocorreu com o investimento, sendo que num dos casos duplicou; 9 das 12 empresas evidenciaram incrementos na produtividade devidos a melhores relações laborais, acréscimos nos incentivos, reduções de postos de trabalho e reorganizações internas; Em 5 dos casos, os preços de venda não aumentaram, graças à concorrência e à regulação

estatisticamente significativas²⁹ mas, sem sacrificar o emprego. Especificamente, depois de privatizadas, as empresas aumentaram as vendas reais, tornaram-se mais rentáveis, aumentaram o investimento, melhoraram a eficiência operativa, aumentaram o emprego e o nível dos dividendos. Para além disso, o nível do endividamento diminuiu. Finalmente, os autores documentam mudanças significativas na composição dos conselhos de administração e que quanto maior for essa mudança, maior a melhoria do desempenho operativo e financeiro depois da privatização.

Por seu turno, Boubakri and Cosset (1998), procederam ao exame da variação do desempenho operativo e financeiro de 79 empresas de 21 países em vias de desenvolvimento que experimentaram processos de privatização parcial ou total de 1980 a 1992, com os mesmos objectivos e métodos de Megginson *et al* (1994), excepto que procuraram isolar os efeitos da privatização das variações macro-económicas no desempenho, usando medidas ajustadas ao mercado³⁰. Para a sua amostra global, quer com dados ajustados e não ajustados, os resultados empíricos evidenciaram acréscimos significativos na rendibilidade, na eficiência operativa, no investimento, no output, nível de emprego e dividendos. O declínio no endividamento verificado só é significativo para dados não ajustados. Segundo os autores confirma-se que a propriedade parece ser um elemento importante para o desempenho das empresas. Na verdade, a melhoria da eficiência e da rendibilidade resultantes de uma maior ênfase nos lucros estão associadas à mudança de propriedade, não podendo ser atribuídas à estrutura de mercado.

O último estudo desta série, D'Souza and Megginson (1999), por sua vez, compara o desempenho financeiro e operativo pré e pós privatização de 85 empresas de 28 países (13 em vias de desenvolvimento e 15 industrializados) que passaram por processos parciais ou totais de privatização via OPVs, de 1990 a 1996, sendo que as empresas que compõem a amostra são essencialmente do sector da distribuição eléctrica (20), banca (15),

²⁹ A significância estatística foi medida através da utilização do teste de Wilcoxon. Trata-se de um teste não paramétrico que permite comparar populações quando se tem disponível uma amostra emparelhada de observações.

³⁰ A metodologia de ajustamento consistiu em calcular o desempenho ajustado ao mercado através da diferença entre as medidas de desempenho contabilístico de cada empresa e a medida de desempenho médio do mercado do respectivo país.

telecomunicações (15) e petróleos (4). As hipóteses testadas e a metodologia são as mesmas dos estudos anteriores. Os autores oferecem evidência de acréscimos significativos de rendibilidade, vendas reais, eficiência operativa e pagamento de dividendos e significativos decréscimos no endividamento. Os decréscimos verificados no investimento e no nível de emprego não são estatisticamente significativos. Este estudo combinado com os dois anteriores, apoia fortemente a hipótese de que a privatização conduz a acréscimos acentuados do desempenho das empresas.

Estudos sobre empresas das economias em transição do leste europeu

O Banco Mundial tem vindo a apoiar, de uma forma muito activa, a realização de diversos estudos sobre o impacto da privatização no desempenho das empresas, levados a cabo por universidades e pelas equipas de economistas do próprio Banco Mundial. De entre esses estudos sobressaem os relacionados com os programas de privatização das economias em transição do leste europeu, nomeadamente, Rússia, Polónia, Hungria e República Checa. Neste domínio, seleccionaram-se os estudos de Frydman, Gray, Hessel and Rapaczynski (1997), Claessens, Djankov and Pohl (1997), Claessens and Djankov (1997) e de Barberis, Boyco, Shleifer and Tsukanova (1996)³¹.

No primeiro destes estudos - Frydman, Gray, Hessel and Rapaczynski (1997) efectua-se uma comparação do desempenho das empresas antes e depois da privatização em relação com uma amostra de empresas públicas, num ambiente de transição de uma economia pós comunista na República Checa, Hungria e Polónia. A comparação baseia-se em quatro medidas de desempenho: receitas, emprego, receitas por empregado e custos por unidade de receitas. Os autores apresentam uma forte evidência de que a propriedade privada, excepto no caso de os trabalhadores serem os proprietários, melhora de um modo muito significativo o desempenho das empresas. Também concluem que o impacto da propriedade privada é essencial no desenvolvimento das capacidades empresariais para a geração de resultados económicos e para a remoção das ineficiências dos custos associados ao passado. Mais importante, ainda, é a conclusão de que os níveis de emprego

³¹ Para uma revisão de uma amostra significativa da literatura sobre privatização de empresas dos países em transição ver Havrylyshyn, and McGettigan, D. (1999).

aumentaram, facto este que permite sustentar que a privatização, naquelas economias em transição, se está tornando numa estratégia essencial para uma política de emprego.

Claessens, Djankov and Pohl (1997), por seu lado, procedem à análise de 706 empresas privatizadas de 1992 a 1995 na República Checa, utilizando para o efeito, vários indicadores de concentração da propriedade, de avaliação das empresas pelo mercado e de rendibilidade. Na avaliação das empresas, os autores usaram o Q de Tobin, que é o quociente do valor de mercado das acções da empresas, pelo valor de substituição dos activos fixos. Concluem que quanto mais concentrada estiver a propriedade maior será o valor de mercado e a rendibilidade da empresa. Atento o facto de, em termos gerais, se considerar que na República Checa, o processo das privatizações conduziu a uma estrutura de propriedade relativamente concentrada em fundos de investimento patrocinados por bancos e investidores estratégicos, esta concentração parece ser particularmente importante na melhoria da governação e recuperação das empresas.

Noutra perspectiva, Claessens and Djankov (1997) procuram testar as implicações do modelo de Shleifer and Vishny (1994, 1996)³² sobre os benefícios da privatização nas situações em que os políticos influenciam as empresas públicas a seguirem objectivos políticos. A amostra objecto de análise consiste em mais de 6.300 empresas em sete países da Europa oriental, comparando o desempenho das empresas privatizadas com o das ainda públicas, tendo sido usada como variável de medida o factor de produtividade total³³. Os autores documentaram um forte apoio às hipóteses do modelo de Shleifer and Vishny. As empresas públicas empregam mais factor trabalho, têm menor produtividade laboral, recebem mais financiamentos e subsídios directos, e têm custos variáveis mais elevados que as empresas privatizadas. As empresas públicas também mostram ter um crescimento da produtividade muito menor que as empresas privatizadas. Deste modo, segundo os autores, os resultados obtidos, demonstram cabalmente os benefícios da privatização.

³² O modelo de análise apresentado por estes autores, visando o estudo dos benefícios da privatização, concentra-se na investigação dos interesses dos políticos em manterem empresas públicas com excesso de emprego e de volumes salariais acima da média do mercado, ou preços dos produtos bens ou serviços abaixo do custo marginal para favorecerem os grupos de consumidores e obterem apoio político.

³³ O factor de produtividade total mede as variações da eficiência no uso de inputs (factores de produção, trabalho, materiais e capital) para produzir um dado output.

O último estudo seleccionado - Barberis, Boyco, Shleifer and Tsukanova (1996) - refere-se a uma análise de 452 empresas comerciais (lojas) russas, privatizadas entre 1992 e 1993, tendo em vista o estudo das etapas e métodos de reestruturação sequentes à sua privatização. Os autores procuraram detectar medidas de renovação das lojas, de mudanças de fornecedores, de aumento das horas de abertura ao público e de despedimentos de trabalhadores. Mostram que a presença de novos donos e gestores aumenta a possibilidade da reestruturação. Não há evidência de que incentivos dados aos antigos gestores promovam a reestruturação, pelo que concluem que a reestruturação requer novas pessoas, com capacidades e motivação de trabalho para uma economia de mercado.

Neste domínio da privatização de empresas em países em transição, importará, ainda, ter em conta as principais conclusões do recente estudo de Nellis, J. (1999) de que embora a privatização tivesse provado o seu valor nesses países, verifica-se que a reestruturação das empresas e consequente desempenho ficaram muito aquém do desejável nos casos em que foram adoptadas formas de privatização rápidas, massificadas e direccionadas para passar o controle das empresas para os antigos gestores ou para outros investidores situados na orbita das instituições estatais. Segundo este autor, dados mais recentes põem em causa algumas das conclusões dos estudos anteriores, nomeadamente em relação à República Checa, onde se verificaram duas ondas de privatizações em massa e com muita rapidez que produziram estruturas de propriedade que em certos casos impediram uma reestruturação e governação empresarial eficiente. Esta situação resultou, essencialmente, do facto de a propriedade ter acabado concentrada em fundos de investimento, nalguns casos, geridos e controlados pelos principais bancos que se encontravam ainda sob o domínio estatal.

Em síntese, embora a grande maioria dos diversos estudos empíricos sobre esta temática tenham vindo a concluir que o desempenho das empresas privatizadas nos países em transição melhorou significativamente, crescem dúvidas e suspeições que nas palavras de Nellis (1999) produzem um certo ambiente e espírito de “*revisionismo*” composto de (i) preocupações de observadores insatisfeitos com o rigor analítico tanto da teoria como dos estudos empíricos apoiando a privatização; (ii) argumentos daqueles que nunca se convenceram que a privatização era a solução correcta do ponto de vista social, pelo menos para certas empresas e em certas economias; (iii) receios de que enquanto a privatização

pode geralmente ser benéfica para os novos accionistas e talvez para a entidade vendedora, não se provou ainda que o seja do ponto de vista da sociedade ou pelo menos na perspectiva dos seus estratos mais carenciados.

Outros estudos relativos a um só país ou a uma empresa isolada

Os dois últimos estudos considerados nesta revisão, são os de La Porta and Lopez-de-Silanes (1997) e Ramanurti (1997). O primeiro refere-se a uma avaliação do programa mexicano de privatizações e o segundo à privatização da empresa pública argentina de caminhos de ferro.

La Porta and Lopez-de-Silanes (1997) avaliam os efeitos da privatização no México, com uma metodologia assente na análise pré e pós privatização de uma amostra de 218 empresas privatizadas até 1992 e utilizando indicadores agrupados em sete áreas: rendibilidade, eficiência operativa, emprego e salários, investimentos, impostos, output e preços. Os autores concluíram por uma forte evidência de grande aumento na rendibilidade como resultado da privatização. Por exemplo, a rendibilidade das vendas aumentou 24 %. Estimam que os aumentos de preços só são responsáveis por 10 % desse acréscimo de rendibilidade e atribuem 52 % da melhoria do desempenho a ganhos de produtividade que resultam de melhores incentivos e somente 20 % às reduções nos custos do factor emprego. Consideram que no pós privatização as empresas desenvolvem processos de reestruturação que conduzem a aumentos de eficiência que se convertem em acréscimos de rendibilidade. Sublinham que, de acordo com as suas estimativas, as transferências dos trabalhadores dispensados são uma importante fonte dos incrementos na rendibilidade representando cerca de 33 % dos ganhos nos resultados operacionais, sendo que os trabalhadores que se mantêm, têm aumentos significativos nos salários reais.

Finalmente, Ramanurti (1997), estudou a experiência argentina de privatização dos caminhos de ferro. A empresa era altamente deficitária antes da privatização, requerendo subsídios do governo correspondentes a cerca de 1% do PNB. O autor conclui que a produtividade laboral aumentou cerca de 370 %, sendo que o número de empregados do sector ferroviário se reduziu para cerca de 20 % do que era antes da privatização. Os subsídios operativos reduziram-se a zero e os consumidores beneficiaram da expansão dos

serviços ferroviários com melhor qualidade e a preços mais baixos. O autor conclui que todos estes benefícios não teriam sido possíveis sem a privatização.

2.3. O impacto da privatização no desempenho das empresas

Prevê-se que a privatização, enquanto mudança de propriedade pública para propriedade privada, tenha um impacto globalmente positivo sobre a eficiência das empresas. Normalmente, os estudos já citados, procuram avaliar esse impacto e respectivas consequências ao nível de um conjunto de indicadores associados com a política financeira e com a eficiência operativa. Especificamente quase todos os estudos se interessam por algumas das seguintes variáveis: rendibilidade, eficiência operativa (produtividade), output (vendas), investimentos, emprego, endividamento e dividendos. A perspectiva teórica é que a rendibilidade, a eficiência operativa, o investimento, o output (vendas) e os dividendos aumentem e que tanto o emprego como o endividamento diminuam. Seguidamente, apresenta-se a revisão das principais conclusões desses estudos, em relação a cada uma daquelas variáveis.

A maioria dos estudos conclui pela evidência de significativas melhorias no desempenho das empresas privatizadas. Especial destaque merecem os trabalhos de La Porta and Lopez-de-Silanes (1997) Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999).

Por exemplo, para a amostra de La Porta and Lopez-de-Silanes (1997), as empresas públicas eram altamente deficitárias no período de pré privatização: a mediana do indicador da rendibilidade líquida das vendas era de - 12,97 %. Relativamente ao rácio da rendibilidade operativa das vendas, verificou-se que a rendibilidade média (mediana) passou de 24,1 % (12,8 %) no período pré privatização para 39,9 % (20,5 %) no pós privatização. A eficiência operativa, as vendas e o investimento passaram também por acréscimos muito significativos. O emprego teve uma redução drástica de cerca de 50 %.

Os trabalhos de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999), tomados em conjunto, podem ser considerados como representando a análise multi-nacional mais ampla e inteligível jamais produzida sobre o impacto da privatização no desempenho das empresas, visto que utilizam a mesma

metodologia e abarcam 211 empresas de 42 países respeitantes a, pelo menos, 56 diferentes sectores industriais. As suas conclusões evidenciam impactos positivos significativos na rentabilidade, eficiência, vendas, endividamento e pagamento de dividendos. A rentabilidade, medida pelo indicador lucro líquido/vendas aumentou de 8,6 % antes da privatização para 12,6 % após a privatização.

A eficiência, definida pelo indicador das vendas reais por empregado passou de um nível médio do período de pré privatização de 96,9 % das vendas do ano 0 (o ano da privatização) para um nível médio de 116,0 % relativo ao período pós privatização, significando, em termos médios, um acréscimo na eficiência de cerca de 20 %. Por seu lado, o output, medido pelas vendas reais quase que duplicou, tendo evoluído de 93,6 % do nível do ano 0, para um nível de 177,1 % depois da privatização.

Tanto o endividamento como o pagamento de dividendos representando estratégias definidoras de políticas financeiras específicas de empresas privadas, evoluíram de uma forma previsível com a teoria exposta, visto que a evidência combinada dos três estudos aponta para que o endividamento tenha diminuído e os dividendos aumentado de um modo estatisticamente significativo. No que respeita ao endividamento, definido pelo rácio passivo/activo, detectou-se a sua redução em cerca de 5 % passando de 48 % para 43 %. Relativamente aos dividendos, o seu peso percentual em relação às vendas passou de cerca de 2 % para cerca de 6,5 %, significando que em valor, mais do que triplicaram.

O investimento, medido em percentagem das vendas, teve acréscimos no período pós privatização que, em termos médios, se situaram à volta dos 5 %, embora não sejam estatisticamente significativos porque as vendas evoluíram de um modo ainda mais acelerado.

Finalmente, o emprego, embora denotando um ligeiro acréscimo – cerca de 2,6 % - em oposição à expectativa teórica que aponta para reduções dos níveis de emprego nas privatizações, não apresenta significância estatística, na medida em que só cerca de metade das empresas da amostra é que evidenciam esses aumentos.

Em resumo, com base nos resultados destes três últimos estudos, conclui-se que o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas objecto de análise, evoluiu

positivamente em relação à rendibilidade, eficiência operativa, vendas, endividamento, emprego e investimento, tendo ficado provada a significância estatística dessas variações, com excepção destes dois últimos factores.

2.4. Privatização em estruturas de mercado concorrenciais e não concorrenciais

De acordo com a teoria económica, a privatização de empresas inseridas em sectores económicos com estruturas de mercado concorrenciais é susceptível de provocar reestruturações mais rápidas e eficientes do ponto de vista social, do que aquelas que se verificam em situações não concorrenciais ou em mercados com fortes deficiências. Dito de outro modo, pode-se prever que a rendibilidade acrescida resultante da privatização de empresas com forte poder de mercado se baseie na exploração da situação de monopólio, através da manipulação de preços, sempre que o meio ambiente regulador o permita.

Deste modo, a questão que se pode colocar terá a ver com a avaliação do poder de mercado na explicação do sucesso das empresas privatizadas. La Porta and Lopez-de-Silanes (1997) estimam acréscimos de rendibilidade para empresas inseridas em qualquer dos sectores concorrenciais ou não, dependendo do indicador que usarem. Assim, concluem que os seus dados não são consistentes com a visão de que o poder de mercado jogue um papel importante na explicação dos aumentos de rendibilidade das empresas privatizadas, visto que ambos os sectores experimentam idênticas melhorias de rendibilidade. Para estes autores e, em função da sua amostra de dados, as variações observadas no desempenho das empresas privatizadas são o resultado de reestruturações e não da exploração do poder de mercado. A desregulamentação, particularmente associada à remoção do controle administrativo de preços, quantidades e barreiras comerciais teve um papel determinante, sendo que a similaridade de comportamentos vai para além da rendibilidade e estende-se também à produtividade, à política de investimentos e ao crescimento das vendas.

Os resultados globais a que em conjunto chegam os estudos de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999), são, de certo modo, idênticos aos de La Porta and Lopez-de-Silanes (1977), visto que a evidência apresentada não dá apoio unânime a que o desempenho das empresas privatizadas tenha sido melhor no sector concorrenciais em detrimento do não concorrenciais,

ou vice-versa. Em termos mais específicos, verifica-se que nos dois primeiros estudos a significância estatística das variações do desempenho no sector concorrencial é mais forte que no não concorrencial, enquanto que em D'Souza and Megginson (1999) se verifica que os acréscimos da rendibilidade e eficiência operativa das empresas privatizadas inseridas em sectores concorrenciais não são estatisticamente significativos. Para este facto, talvez tenha contribuído a proporção na amostra das empresas que continuam a deter algum poder de mercado, ou que operam em ambientes altamente regulados, como sejam as empresas de distribuição eléctrica (20) e telecomunicações (15), representando cerca de 41 % do total da amostra.

Em síntese, os autores concluem que a melhoria do desempenho em geral e os ganhos de eficiência obtidos pelas empresas objecto de análise têm sido socialmente benéficos não resultando primariamente ou mesmo parcialmente da exploração das deficiências de mercado, sendo que os esquemas de regulação adoptados pela maioria dos governos na privatização e liberalização de antigos monopólios têm produzido resultados efectivamente eficientes.

2.5. Privatização total ou parcial e em países industrializados ou em vias de desenvolvimento

Em teoria, espera-se que as empresas privatizadas a 100 % tenham uma maior propensão a se reestruturarem mais rapidamente, com as consequentes vantagens ao nível do seu desempenho financeiro e operativo, do que as empresas privatizadas parcialmente. A explicação para este pressuposto reside, como é evidente, na atenuação dos direitos de propriedade que se verificam nas empresas onde o Estado ainda detém influência.

Por outro lado, a probabilidade do desempenho das empresas privatizadas ser superior nos países desenvolvidos é apoiada pelo facto de se considerar que estes países dispõem de mercados de capitais mais eficientes e desenvolvidos, e de um enquadramento legal, institucional e regulador mais forte e efectivo.

A evidência em análise não é totalmente concludente no apoio à ideia de que as empresas privatizadas totalmente beneficiam de um melhor desempenho, embora se possa detectar uma ligeira melhoria do desempenho das empresas onde o governo cedeu a totalidade dos

direitos de voto, visualizada através de uma mais forte significância estatística das variações.

Do mesmo modo, a principal conclusão que se pode tirar do comportamento das empresas privatizadas em relação à sua integração em países industrializados ou em vias de desenvolvimento, é que globalmente se detectam melhorias significativas nas duas situações, embora a significância estatística da variação de algumas variáveis seja mais forte para os países desenvolvidos.

2.6. Concentração da propriedade e mudanças de gestores

Uma alteração significativa (mais de 50 %) da composição do conselho de administração de uma empresa privatizada é um bom indicador de um desejo de mudança do rumo da empresa e um sinal de capacidade para a implementação de novas estratégias assentes em novos protagonistas ao nível da gestão de topo. Nesta perspectiva, espera-se que as empresas que passem por grandes transformações dos seus órgãos directivos e de administração, tenham desempenhos superiores aos das empresas onde não se verifiquem mudanças de gestores significativas.

Noutra ordem de ideias, também se pode sustentar que uma concentração de propriedade do capital accionista será susceptível de potenciar desempenhos superiores aos que se verifiquem em empresas de cujos processos de privatização tenham resultado estruturas de capital muito disseminadas. O pressuposto em que se baseia esta argumentação é que, em estruturas deste tipo, existe um grande incentivo para que os accionistas se interessem pelo controle directo da empresa e, por consequência, promovam as indispensáveis alterações de gestão, sempre que necessário

Por exemplo, Claessens, Djankov and Pohl (1997) fornecem evidência de que na República Checa, o esquema de privatizações utilizado possibilitou uma mudança muito rápida da administração das empresas num curto período de tempo. A concentração da propriedade que daí resultou foi essencial na efectivação da melhoria da gestão e do desempenho das empresas. Com base numa amostra de 706 empresas para o período de 1992 a 1995, concluem que quanto mais concentrada a propriedade do capital, mais elevado será o valor de mercado e a rendibilidade da empresa. Neste país, do processo de privatização resultou

que cerca de 52 % das empresas são controladas por 5 ou menos investidores, sendo que se trata, essencialmente de fundos de investimento e de investidores estratégicos³⁴.

Em relação às variações da composição dos conselhos de administração, Megginson, Nash and Randenborgh (1994), conduziram uma análise que assentou na divisão da amostra global em dois grupos de empresas – um que tinha um turnover maior ou igual a 50 % e outro com um turnover inferior a 50 %, tendo concluído que o primeiro grupo de empresas (elevada variação de administradores) experimentou, de um modo significativo acréscimos de rendibilidade, output por empregado, investimentos, emprego e pagamento de dividendos, bem como um decréscimo significativo do endividamento, depois da privatização. O segundo grupo de empresas (fraca variação de administradores) só experimentou variações significativas no output por empregado e nos dividendos. Embora seja fraca a significância das diferenças entre os dois grupos de empresas, parece ser possível a sugestão de que quanto maior a variação da estrutura do órgão de gestão, maior o acréscimo do desempenho operativo e financeiro depois da privatização.

Finalmente assinala-se a conclusão de Barberis, Boyco, Shleifer and Tsukanova (1996) que, no âmbito do seu estudo sobre a privatização de 452 empresas comerciais na Rússia, referem que a presença de novos donos e novos gestores aumentou a possibilidade da reestruturação se efectivar.

2.7. Conclusões

De um modo global, a evidência apresentada documenta melhorias muito significativas do desempenho financeiro e operativo das empresas como resultado dos seus processos de privatização.

Especificamente, a rendibilidade, a eficiência operativa, o output (vendas), o investimento e os dividendos das empresas objecto de privatização, passaram por incrementos estatisticamente significativos, de acordo, aliás, com a teoria económica. Por outro lado, o endividamento diminuiu, de acordo, também, com a teoria. A evolução do emprego não foi

³⁴ No entanto ressalve-se que, conforme já anteriormente se referiu, quando as empresas privatizadas passaram a ser dominadas por fundos de investimento controlados por bancos públicos, as melhorias de desempenho dessas empresas não se verificaram de um modo significativo.

tão linear, embora se possa dizer que sempre que se verificaram reduções do seu nível, os ganhos de eficiência mais do que compensam essa perda ao nível do bem estar social global das sociedades.

Na perspectiva da relação da privatização com a estrutura de mercado pode-se concluir que os diversos estudos apontam para que a melhoria do desempenho em geral e os ganhos de eficiência obtidos pelas empresas têm sido socialmente benéficos não resultando primariamente ou mesmo parcialmente da exploração das deficiências de mercado, sendo que os esquemas de regulação adoptados pela maioria dos governos na privatização e liberalização de antigos monopólios têm produzido resultados efectivamente eficientes.

A evidência em análise não é totalmente concludente no apoio à ideia de que as empresas privatizadas a 100 % beneficiam de um melhor desempenho, embora se possa detectar uma ligeira melhoria no desempenho das empresas onde os governo cederam a totalidade dos direitos de voto, visualizada através de uma mais forte significância estatística das variações.

Do mesmo modo, a principal conclusão que se pode tirar do comportamento das empresas privatizadas em relação à sua integração em países industrializados ou em vias de desenvolvimento, é que globalmente se detectam melhorias significativas nas duas situações, embora a significância estatística da variação de algumas variáveis seja mais forte para os países desenvolvidos.

Finalmente, conclui-se da importância da concentração da estrutura accionística e das fortes mudanças na composição dos órgãos de gestão de topo, na melhoria significativa do desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas.

Capítulo 3

O Impacto da Privatização na Gestão Interna das Empresas

3.1. Introdução

Este Capítulo é devotado à análise das questões associadas com as consequências da mudança de propriedade no ambiente interno das empresas privatizadas. O ponto de partida para este estudo reside na constatação de que esta matéria tem sido esquecida tanto pelos economistas como pelos teóricos organizacionais, sendo a literatura dedicada a este tópico muito escassa. Uma possível explicação para este facto poderá residir no facto de as preocupações e consequentes abordagens terem vindo a ser muito diferenciadas entre, por um lado, os economistas, e por outro, os teóricos organizacionais e de gestão. Na realidade, verifica-se que enquanto a literatura económica centra a sua atenção na investigação das diferenças entre a propriedade pública e privada e o respectivo impacto no desempenho, a literatura organizacional e de gestão, pelo contrário, tenta dar ênfase aos problemas gerais e comuns que afectam as organizações, independentemente de serem privadas ou públicas. Para esta corrente de investigação, o factor propriedade é não mais que um dos múltiplos factores que contingencialmente afectam o desempenho e os comportamentos de gestão e empresariais.

O principal argumento a desenvolver é que a explicação da relação entre privatização e desempenho vai para além dos pressupostos implícitos na literatura económica tradicional, na medida em que se considera que, para além das mudanças de incentivos associadas com a mudança de propriedade, é, nomeadamente, a alteração do modelo de gestão, da estrutura organizacional, dos objectivos, dos sistemas de controle e de governação, e do sistema de relações laborais que determinam as alterações no desempenho.

Neste enquadramento, os temas a debater dirão essencialmente respeito à evidência da relação entre a mudança de propriedade e o seu impacto no ambiente interno das Organizações, à comparação entre os modelos de gestão dos sectores privado e público, à revisão da teoria económica sobre as implicações das inovações organizacionais, nomeadamente, da estrutura organizacional e modos de controle, no desempenho

empresarial. Finalmente, apresenta-se um modelo explicativo da relação do desempenho com a mudança organizacional.

3.2. A mudança de propriedade e o seu impacto no ambiente interno das Organizações

Como é sabido, a privatização tem vindo a ser assumida como um dos pontos mais importantes da política económica e industrial de muitos países. Um dos seus maiores objectivos, conforme referido nos capítulos anteriores visa o aumento da eficiência das empresas públicas privatizadas, principalmente, com a obtenção de uma maior produtividade, de menores custos de produção e de acréscimos significativos na rendibilidade. Mas para que a privatização conduza a estes efeitos, a entidade privatizada também ela própria terá de mudar. A empresa pública supostamente ineficiente e burocrática, ao ser lançada para o sector privado, terá de algum modo de se tornar eficiente e empreendedora, visto que, em termos teóricos, a alteração da situação legal da propriedade das empresas públicas, não implica necessariamente qualquer alteração do desempenho futuro, presumindo-se que é a mudança de propriedade quando acompanhada de consideráveis reestruturações internas tanto na fase da preparação da privatização como na fase posterior, que produz a normalmente verificada melhoria do desempenho.

Como já se referiu, diversas correntes do pensamento económico, têm vindo a argumentar que a propriedade privada introduz fortes pressões na gestão das empresas anteriormente públicas que resultam tanto do mercado de capitais como da concorrência no mercado dos produtos. Os direitos de propriedade privados a par de um mercado concorrencial maximizam os incentivos de gestão para se atingirem elevados níveis de eficiência operacional. A literatura sobre a teoria de agência relata diferenças no desempenho de gestão, incentivos e informações e argumenta que a relação *principal-agente* é mais confusa e portanto menos eficiente no sector público. A literatura da escolha pública sugere que diferenças nos comportamentos de gestão são inevitáveis. As organizações do sector público são ditas serem mais burocráticas, mais rígidas e hierárquicas, menos orientadas para os consumidores e sujeitas a serem instrumentalizadas por grupos de interesse especiais.

No entanto, e embora aceitando que o factor propriedade e concorrência revelam grande importância na perspectiva dos incentivos de gestão que proporcionam, pode-se afirmar

que existe uma muito maior complexidade na relação entre propriedade e desempenho do que está implícito na literatura económica. O argumento que aqui se considera é o de que a privatização deve ter um impacto no desempenho das organizações através de um processo de ajustamento organizacional, significando que se os factores propriedade e concorrência proporcionam acréscimos nos incentivos para as empresas funcionarem com mais eficiência, isto deverá acontecer ao nível da definição e desenvolvimento de estratégias e tomadas de decisão de gestão e de organização empresarial dentro da empresa. Assim, para se compreender o modo como as privatizações têm impacto no desempenho de gestão, é necessário explorar a realidade interna das empresas, sendo, por isso, determinante olhar para o impacto na gestão e nas relações organizacionais e no ambiente interno. Essencialmente, trata-se de investigar e compreender a adaptação da gestão e da estrutura organizacional à mudança de propriedade.

3.3. Comparação entre a gestão dos sectores público e privado

Embora se possam identificar muitas semelhanças entre a gestão dos sectores público e privado, a análise das possíveis diferenças é essencial na compreensão da forma como se processa o impacto da privatização no desempenho das empresas.

Para Parker (1995a), os dois sectores apresentam muitas similaridades que escondem, precisamente, as suas diferenças. Podem identificar-se diferenças nos meios ambientes, nos constrangimentos, nos incentivos e nas culturas. Estas diferenças fornecem o modo com o qual a privatização pode influenciar o desempenho. As diferenças relacionam-se com o grau de intervenção externa, objectivos, complexidade da formulação e implementação da estratégia e as diferenças na estrutura e nos sistemas de controlo.

As empresas privadas estão dependentes das decisões dos seus accionistas e o seu controlo exerce-se através de diferentes esquemas de governação, incluindo a sua dependência dos clientes, fornecedores, empregados, comunidades locais, etc. Nas empresas públicas pode-se verificar, de uma forma continuada, a intervenção arbitrária dos decisores políticos. A posição dos gestores enquanto agentes é mais complicada devido ao facto de a propriedade ser mais difusa e ambígua. Não é perfeitamente claro, no sector público, quem é o principal: o ministro, o departamento de tutela, o público, os contribuintes.

No sector público, os objectivos são ambíguos, multivariados e conflituosos devido à intervenção contínua dos decisores políticos. De acordo com os seus princípios

fundadores, as organizações do sector público, era suposto funcionarem bem, de um modo eficiente, assegurarem responsabilidade perante o público, a legalidade, tratamento equitativo, normalização de procedimentos, adequação e probidade nos comportamentos de gestão.

De acordo com o mesmo autor, a investigação empírica sugere que no sector público a tomada de decisão tende a ser altamente estruturada com ênfase em estratégias deliberativas. Os gestores são mais administradores de estratégias criadas nas instâncias do poder político. Ao nível da implementação da estratégia as organizações do sector público são mais fechadas, menos flexíveis em termos de reacção ao mercado.

Tradicionalmente o sector público está associado com a organização hierárquica, necessitando de ideias claras de comando, formas adaptadas de responsabilidade, controlo central, regras e procedimentos detalhados. Neste tipo de estrutura piramidal, a comunicação tende a ser mais formal e complexa. As relações tornam-se insulares, ritualistas, reactivas e viradas para dentro.

Noutra perspectiva, Rainey (1991) apresenta um resumo dessas diferenças baseada tanto nos argumentos teóricos da investigação no domínio da teoria organizacional como na evidência empírica e nas observações dos especialistas. De acordo com a síntese deste autor, as características distintivas da gestão pública e das organizações públicas relacionam-se com os factores do meio ambiente, com a ligação entre a organização e o seu meio ambiente e com o papel da organização, estruturas e processos.

Como factores ambientais destacam-se a presença das influências políticas externas e dos constrangimentos legais e formais resultantes da acção dos diversos organismos governamentais e a falta de mercados para os produtos. As influências políticas externas manifestam-se numa maior intensidade da pressão da opinião pública e dos diversos grupos de interesse e da necessidade de apoio político tanto dos clientes como das autoridades para o prosseguimento das actividades da organização. Os constrangimentos relacionam-se com a menor autonomia dos gestores no domínio das operações e procedimentos, com a maior tendência para a proliferação de controles administrativos e com a diversidade e fragmentação das fontes de autoridade e influência formal. Em termos de gestão, a falta de mercados para os outputs resulta em menores incentivos para a redução de custos, eficiência operativa e alocativa e desempenho efectivo.

No domínio dos factores relacionados com as transacções entre a organização e o meio

ambiente assinalam-se, nomeadamente as seguintes características: as organizações públicas e os seus gestores são muitas vezes envolvidos na produção de bens públicos ou a lidar com externalidades muito significativas, sendo que os outputs não são facilmente transpostos para o mercado a preços de mercado; as actividades públicas são muitas vezes coercivas e monopolísticas; as actividades públicas têm um impacto geral e um significado simbólico grande na sociedade e espera-se da gestão pública um grande sentido de responsabilidade, honestidade, abertura social e de equidade.

Relativamente ao papel da organização, estrutura e processos, as características distintivas relacionam-se, essencialmente, com a conflitualidade, multiplicidade e ambiguidade dos objectivos, com as práticas de liderança e de exercício da autoridade hierárquica, com a estrutura organizacional, com os processos de decisão estratégica, com as estruturas de incentivos e com o desempenho individual e organizacional.

3.4. Mudança organizacional e desempenho

Existe um alargado consenso na teoria económica de que a razão da maior eficiência das organizações privadas relativamente às públicas é que aos gestores das organizações públicas faltam incentivos para lutarem pela eficiência. A teoria de agência considera que nas empresas privadas é muito mais fácil estabelecer contratos que limitem a discricionariedade dos gestores na procura do seu próprio interesse, do que é nas organizações públicas, onde os objectivos e sistemas de controle e reporte são menos claros e exequíveis.

De acordo com Dunsire *et al* (1988), a diferença entre "*firmas*" e "*burocracias*", na teoria da escolha pública, é que a "*firma*" é muito mais sensível ao mercado e aos interesses dos seus clientes, enquanto que a burocracia é o reverso - relativamente insensível aos custos de sobre-produção e produção de bens irrelevantes, enquanto que muito sensível à qualidade de controle e à correcção dos procedimentos de produção. Isto implica que as "*firmas*" terão essencialmente funções internas de gestão sensíveis aos mercados ou conjuntos de actividades cuja dominante vai para além da gestão de produção, enquanto que numa organização pública burocratizada a gestão da produção será dominante.

Para estes autores, duas hipóteses de consequências se podem colocar: a primeira é que na mudança de situação da propriedade, as características do fluxo de informação se alteram: de informações associadas a controle burocrático para informações sobre

incentivos, especialmente aquelas que visam o controle do desempenho individual e a sua relação com os esquemas financeiros de incentivos e remunerações, implicando uma mudança do primado da produção para o de marketing; a segunda é que existe a expectativa de que as actividades levadas a cabo no centro, sede ou no topo da hierarquia, serão progressivamente distribuídas para a periferia da organização através do aparecimento de novos centros com capacidade própria de resposta aos seus meios ambientes. Nesta perspectiva a medição da mudança institucional nestes elementos da organização interna (unidades orgânicas, actividades, ligações, sistemas de controle), permitirá testar as hipóteses específicas derivadas da teoria económica. Por exemplo, uma mudança na situação de propriedade, que implicará uma alteração no primado da produção para o marketing, deverá aparecer reflectida num relativo alargamento das unidades e actividades de marketing. Assim, as principais hipóteses (explorando as relações entre mudança de situação e mudança organizacional, e entre cada uma destas mudanças e o desempenho), podem ser testadas contra a mudança de cada elemento específico da organização interna. Um modelo composto destas duas abordagens pode ser usado como variável de estrutura interna na comparação com as mudanças da situação organizacional e desempenho, no teste das principais hipóteses. O modelo de análise proposto radica, essencialmente, na identificação de diferentes modos de agência e a sua relação com os diversos tipos de situação em termos de propriedade³⁵.

A estrutura organizacional

Tanto na perspectiva da teoria económica e organizacional, como da investigação sobre a evolução histórica das estruturas das organizações, se pode afirmar que as inovações organizacionais em geral e em particular a estrutura interna têm tido implicações muito importantes no desempenho. Neste âmbito, o contributo de Williamson (1975, 1981, 1983, 1985) foi determinante, nomeadamente, a sua classificação de empresas segundo a estrutura orgânica e a hipótese que colocou de que a organização e operação da grande empresa através de uma estrutura multidivisional favorece o prosseguimento dos objectivos e a adopção de comportamentos de gestão associados com a hipótese neoclássica da maximização dos lucros³⁶.

³⁵ Os modos de agência propostos (*dirigista, polivalente, misto e reactivo*), evoluem de uma posição extrema não reactiva, caracterizada pela prevalência das regras e normas para uma posição oposta essencialmente composta de elementos reactivos ao meio ambiente.

³⁶ Williamson (1975) p. 150

De acordo com este autor, e em função da sua estrutura organizacional, as empresas podem-se classificar em três categorias básicas: unitária (*U-form*), *multidivisional (M-form)*³⁷ holding (*H-form*). A primeira categoria corresponde à organização funcional tradicional (vendas, finanças, produção, recursos humanos), sendo que se considera ser ainda o modelo mais adequado para as pequenas e médias empresas.

Nas empresas com organização multidivisional verifica-se a separação entre as actividades operativas e os processos de decisão estratégica. Segundo Williamson, as principais características e vantagens desta inovação organizacional podem descrever-se do seguinte modo: (i) a responsabilidade pelas decisões operativas é cometida a divisões operacionais ou "*quase-firmas*"; (ii) o pessoal afecto aos serviços centrais da sede desempenha funções de apoio e de auditoria; (iii) a sede e os respectivos serviços centrais preocupam-se essencialmente com as decisões estratégicas, envolvendo o planeamento, as aprovações e o controle, incluindo a afectação de recursos entre as divisões operacionais; (iv) a separação das operações da sede permite que o seu pessoal tenha o ambiente e o empenhamento psicológico para a visão do desempenho global da organização; (v) a estrutura assim resultante apresenta racionalidade e sinergia: o todo é maior (mais eficaz e eficiente) que as partes.

A holding é uma forma de estruturação divisionalizada, onde as divisões são juridicamente autónomas, sob a forma de afiliadas ou subsidiárias. Normalmente uma holding não possui o conjunto de serviços centrais de apoio e controle.

O argumento básico a considerar é que a forma multidivisional (holding incluída) implica que as empresas que adoptem esta estrutura serão mais eficientes que as empresas que mantenham estruturas funcionais ou que não consigam implementar correctamente a *M-form*. Assim, segundo esta hipótese as diferenças na forma organizacional estão associadas com diferenças na rendibilidade, existindo, portanto,

³⁷ Williamson distingue ainda duas subcategorias: D1 para uma empresa multidivisional altamente integrada possivelmente com produtos finais comuns embora diferenciados; D2 para empresas com estrutura multidivisional com produtos e serviços finais diversificados. Adicionalmente considera ainda dentro da categoria multidivisional duas categorias complementares: multidivisional em transição (*M'-form*) e a multidivisional adulterada (*M-form*).

uma ligação muito forte entre estrutura organizacional e desempenho empresarial³⁸.

A hipótese central de Williamson foi testada por Teece (1981). A partir de uma amostra que incluía algumas das maiores empresas dos mais importantes sectores de actividade da economia americana, explorou-se a relação entre a estrutura multidivisionalizada e a rendibilidade empresarial. Os resultados obtidos apoiam a hipótese de Williamson de que a organização e operação da grande empresa através das linhas de uma estrutura hierárquica multidivisionalizada favorece o prosseguimento dos objectivos e os comportamentos de gestão associados com a hipótese neoclássica da maximização dos lucros. Segundo o autor, estas conclusões são consistentes com anteriores estudos levados a cabo por Armour and Teece (1978) para a indústria petrolífera, pelos testes de simulação em computador de Burton and Obel (1980) e para a indústria britânica por Cable and Steer (1978)³⁹.

Modos de controle organizacional

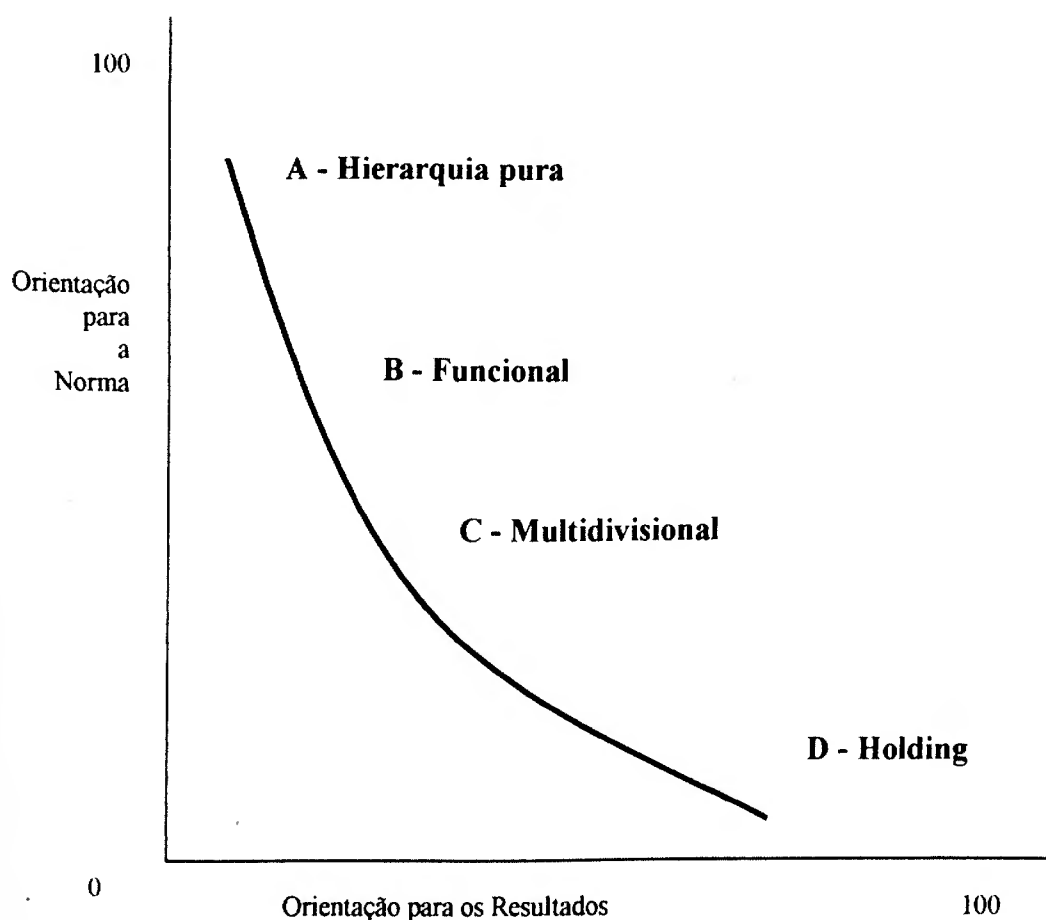
Mais recentemente, e já no domínio da análise económica e organizacional do impacto da mudança de propriedade no desempenho das empresas, a significância da estrutura interna no desempenho das empresas, enquanto instrumento de mudança da situação organizacional, também tem vindo a ser objecto de teorização e investigação empírica. Dunsire, Hartley and Parker (1991) e Dunsire (1993) questionam, precisamente, se a estrutura organizacional interessa ou não para o desempenho. Isto é, serão importantes, nas organizações, a distribuição das funções e actividades, as formas de reporte e de controle, a centralização, a descentralização e a delegação do exercício da autoridade? Embora não seja fácil provar que uma dada forma de organização interna esteja associada a um melhor desempenho, aceita-se que, de um modo geral, organizações burocráticas, altamente hierarquizadas se associem com actividades repetitivas, executadas em ambientes estáveis, enquanto que para actividades a desenvolver em ambientes competitivos e instáveis, será mais apropriada uma forma de organização interna mais orgânica e adaptativa ao meio ambiente.

³⁸ Convém referir que esta hipótese pode ser vista em contradição com a teoria contingencial que postula que não existem modos óptimos e universais de organização porque tudo depende do meio ambiente, dos mercados, das tecnologias e dos processos.

³⁹ As conclusões destes últimos autores foram confirmadas por Thompson, A.S. (1981), usando uma metodologia alternativa baseada em medidas de rendibilidade associadas com o preço das acções em vez da clássica rendibilidade do capital próprio utilizada por Cable and Steer (1978).

Não obstante se poder afirmar que, genericamente, se associa a organização hierarquizada e burocrática com empresas e organizações públicas, convém sublinhar que existem seguramente muitas empresas públicas competitivas bem estruturadas e organizadas e existem também muitas empresas privadas que são autênticas burocracias, pelo que estes autores concluem que a propriedade privada, aparentemente, não garante o sucesso, nem a propriedade pública o impede. Assim, a questão principal a colocar consiste, justamente, em se saber como é que a privatização actua, e quais serão os mecanismos que em face de uma mudança da natureza do proprietário (principal) provocam mudanças no desempenho das empresas ou no comportamento e actuação da gestão (agente).

Figura 3.1
Modos de Controle



Fonte: Dunsire *et al* (1991)

O modelo de análise desenvolvido por estes autores consiste numa apreciação dos diferentes modos de controle organizacional por que as empresas passam em direcção a

uma maior orientação da gestão para os resultados. Este modelo, constante da Figura 3.1 baseia-se, fundamentalmente, nas investigações de Chandler (1962), Williamson (1975, 1981, 1983) e Mintzberg (1979). Parte do pressuposto de que qualquer organização, em qualquer momento da sua vida se poderá posicionar em qualquer ponto da curva dos modos de controle, cujos extremos representam a conhecida antinomia mercados e hierarquias. As variáveis que caracterizam cada posição na curva são o tipo de controle (input, processo, output, resultado), o grau de delegação e o tipo do sistema de incentivos de gestão, sendo as características essenciais das quatro principais posições da curva, as seguintes:

Na primeira posição - A - onde a orientação para a regra é alta e a orientação para os resultados baixa, *o principal*, seja ele quem for, procura atingir os seus objectivos através da emissão de normas, regras, instruções de procedimentos, colocando a ênfase nos processos e nos meios e não nos fins a atingir. Em consequência o controle de resultados é fraco, a autoridade reside na topo da hierarquia e os salários estão associados com esse posicionamento hierárquico. Este tipo de gestão já foi denominado de mecanicista ou burocrático.

A segunda posição - B - corresponde, fundamentalmente ao modelo *"line and staff"* da teoria organizacional, bem como ao *"centralizado"* de Chandler (1962) e *"U-form"* de Williamson (1975). Correntemente denomina-se de estrutura do tipo funcional, em face da ênfase posta nas áreas funcionais de gestão das finanças, pessoal, marketing e produção.

A terceira posição - C - reflecte um estilo de gestão focado mais nos resultados do que nos meios. A delegação e descentralização operativas e funcionais são evidentes, dado que as divisões organizacionais são autorizadas a gerirem os seus próprios inputs. A sede ou a casa mãe, geralmente assumem um papel de facilitadores oferecendo apoio e serviços centrais comuns. Basicamente esta estrutura corresponde à estrutura *"descentralizada"* de Chandler (1962) e à *"M-form"* de Williamson (1975), normalmente denominada de multidivisional.

Finalmente, a posição - D - significa uma orientação total para os resultados, sendo que as ligações organizacionais se atenuam fortemente, pelo que já não se poderá falar de divisões em relação às partes da organização global. A estruturação da organização baseia-se em unidades legalmente independentes onde o controle se exerce através dos

esquemas de governação empresarial habituais (conselhos de administração, assembleias gerais e conselhos fiscais) e não através de unidades funcionais centralmente sediadas e comuns a toda a holding. Em face deste modo de controle considera-se que este tipo de sociedade (holding) é aquele que mais se orienta para os resultados e menos para as regras.

Em conclusão, aqueles autores sublinham que na aplicação deste modelo, três hipóteses básicas de podem colocar neste domínio:

- (i) um melhor desempenho empresarial pode estar associado a uma mudança da estrutura interna de gestão marcada por uma evolução em direcção a uma orientação para os resultados;
- (ii) a mudança da estrutura interna de gestão poder ser relacionada com um aumento da concorrência no mercado de produtos da empresa;
- (iii) a mudança da estrutura interna de gestão poder ser associada com uma mudança da situação de propriedade (privatização).

3.5. Privatização, mudança organizacional e desempenho: um modelo de análise

De acordo com Parker (1995b), o argumento de que a propriedade ou a mudança de situação, pode afectar o desempenho não é suficiente para esclarecer como essa acção se manifesta. Na verdade, os economistas têm sido muito insistentes em advogar a existência de uma ligação entre propriedade e desempenho, residindo esta asserção principalmente nas teorias dos direitos de propriedade e de escolha pública. Em contraste, os teóricos organizacionais, especialmente os das teorias organizacionais contingenciais têm-se centrado na organização interna. Ao longo dos anos têm argumentado que o desempenho de uma organização é contingente de um complexo conjunto de factores interagindo com o ambiente externo, do qual a propriedade não é mais que um factor.

A hipótese é que onde se não encontrarem melhorias de desempenho, ou onde o efeito no desempenho não for claro, terão havido poucas ou muito pouco significativas mudanças no ambiente interno, do que onde a eficiência aumenta. Noutras palavras, a investigação baseia-se na noção de que a eficiência de uma organização é contingente, dependendo do grau de ligação entre o ambiente externo e as suas características internas.

O que a investigação procurou identificar num sentido mais geral foi uma mudança na cultura da organização como resultado da mudança no ambiente externo, provocada pela alteração da situação de propriedade. O ambiente externo altera-se porque a mudança de situação introduziu uma nova propriedade ou uma nova relação *agente-principal* que também pode produzir uma mudança na concorrência.

No coração do argumento de que a privatização e situação de agência melhoram o desempenho reside a adaptação cultural, de modo a que os novos valores e crenças promoverão um empenhamento comum para os novos objectivos da organização. Isto implica uma mudança muito significativa dentro da organização.

O modelo proposto por Parker comporta seis variáveis principais cujas características foram identificadas a partir da literatura sobre gestão e que são; a gestão, os objectivos, a estrutura organizacional, a comunicação e os sistemas de reporte, a natureza e localização dos negócios, e o emprego e relações laborais. A síntese deste modelo consta da Figura 3.2.

Figura 3.2
Mudanças Internas Organizacionais com a Privatização

Antes da Privatização	Depois da Privatização
<ul style="list-style-type: none">• Objectivos indefinidos• Gestão burocrática• Excesso de emprego/práticas de trabalho restritivas• Estrutura hierárquica estilo U-form• Restrições ao desenvolvimento empresarial• Constrangimentos nas localizações dos negócios• Comunicações internas formais	<ul style="list-style-type: none">• Clara orientação para o lucro• Gestão empreendedora• Relações laborais flexíveis• Estruturas organizacionais M-form• Total liberdade ao desenvolvimento empresarial• Sem constrangimentos na localização dos negócios• Comunicações internas informais

Fonte: Parker (1995a)

Nas Figuras 3.3 e 3.4 apresentam-se possíveis instrumentos de investigação e de registo de dados relativos a mudanças organizacionais no ambiente interno das empresas privatizadas.

Figura 3.3
Síntese das Mudanças Organizacionais

Empresas	Objectivos	Gestão	Emprego e Relações Laborais	Estrutura Organizacional	Comunicação Interna	Natureza e Localização dos Negócios

Fonte: Parker (1994)

(i) Gestão

Espera-se que melhorias no desempenho empresarial na sequência de mudanças na situação de propriedade estejam associadas com alterações de gestão geral. Diversas investigações têm sugerido que a liderança é um factor determinante na criação de uma nova cultura empresarial. É função da gestão de topo disseminar o novo conjunto de valores culturais através de uma mensagem clara e consistente, ultrapassando, assim, a inércia e a oposição aos novos objectivos e princípios. Para ultrapassar as resistências à mudança, a gestão deve actuar como agente de primeira mudança, identificando e definindo os novos objectivos, iniciando as necessárias reestruturações, negociando novas práticas de trabalho e desenvolvendo novos sistemas de comunicação. Competirá à nova equipa de gestão a revitalização da antiga cultura organizacional baseada em muitos anos de controle político, valores não comerciais e talvez pouca actividade empreendedora. Os valores, atitudes e comportamentos de gestão requeridos para a condução de um serviço ou empresa pública são muitas vezes fundamentalmente diferentes dos requeridos para conduzir com sucesso um negócio.

Para apressar as tomadas de decisão e melhorar a sua adequação, as hierarquias de

gestão rígidas tem de ser postas de parte e os entraves e oposição dos níveis de gestão intermédios removidos. Poderemos ver ingressar na empresa privatizada novas competências, principalmente na gestão financeira, no marketing e o desenvolvimento de um programa de gestão com vista à formação e à mudança de atitudes e valores. Os contratos de pessoal poderão ser alterados para os indexar com o desempenho. Uma indicação de mudança pode ser a introdução de novos títulos nas funções.

Figura 3.4
Mudanças Organizacionais no ambiente interno e mudanças de desempenho

Relativamente a estes factores verificaram-se mudanças?	Estrutura Organizacional	Objectivos	Comuni-cações	Gestão	Emprego	Natureza e Localização dos Negócios	O desempenho evoluiu de acordo com o esperado ?
Empresas							

Sim; Não; Limitado; Pouco Claro

Fonte: Parker (1995b)

(ii) Objectivos

No sector privado o objectivo principal é o lucro, mas nas actividades controladas politicamente, os objectivos são geralmente mais ambíguos e qualitativos, baseados na expressão vaga do "prosseguimento do interesse público". O sector público é geralmente associado com procedimentos, normas, regras, em vez de resultados. Uma mudança organizacional visando o afastamento do controle político directo, em direcção à propriedade privada ou a uma gestão mais comercial no sector público, espera-se que conduza à reformulação dos objectivos. Os objectivos financeiros ganharão proeminência.

No sector público tradicionalmente falta a orientação para o consumidor. Isto

geralmente reflecte-se na linguagem de referência do "utente", do "público" em vez do "comprador" e do "consumidor". Uma evidência de uma mudança nos objectivos deverá incluir a criação de um departamento de marketing com real influência na organização. Com uma mudança em direcção a objectivos de mercado esperar-se-ão mudanças, por exemplo, nas políticas de preços e nos critérios de decisão dos investimentos. A medida que os objectivos se tornam mais claros e tangíveis, mais orientados para o mercado e menos determinados pela produção, isto dever-se-á reflectir na própria estratégia da organização, convertendo-se esse conjunto de objectivos em desempenho.

(iii) Estrutura Organizacional

Segundo a observação de Chandler (1962), a estratégia tem um profundo efeito na estrutura organizacional, enquanto que a estrutura pode influenciar o comportamento de gestão e a estratégia. A extensão e a forma com que uma organização consegue relacionar as variáveis do seu meio ambiente externo com as características estruturais da organização interna tem uma importância determinante no seu desempenho.

Tendo presente que as organizações públicas mais ligadas ao poder governamental tendem a ser centralizadas de um modo defensivo, espera-se que uma mudança de situação da propriedade (privatização) conduza a uma mudança da estrutura organizacional, em direcção a uma menor hierarquização, menos centralização e menos regulação interna do que a encontrada nos organismos públicos. Noutras palavras espera-se encontrar um movimento de afastamento das formas mecanicistas de gestão, onde a preocupação principal tem a ver com o cumprimento das normas, para uma gestão mais preocupada com os resultados.

Uma estrutura burocrática ou mecanicista é muito apropriada para um ambiente estável e certo. Uma mudança de situação em direcção a uma gestão mais comercial implica a criação de estruturas que facilitem um comportamento empreendedor, incluindo sistemas de tomadas de decisão rápidas e mecanismos de incentivos adequados.

A nova forma organizacional poderá assemelhar-se com a introdução daquilo a que Williamson chamou estruturas "*M-form*" em vez de "*U-form*". Isto implica uma evolução de uma forma hierárquica ou sistema de decisão "*top-down*" com grandes sedes, e funções centralizadas (compras, marketing, finanças, planeamento, pessoal) para uma estrutura descentralizada através da criação de divisões, ou empresas subsidiárias com uma autonomia muito desenvolvida.

É evidente que um movimento para a centralização, numa óptica defensiva pode vir a ser implementado em situações específicas de racionalização resultantes de fusões, aquisições, etc.

(iv) Comunicações e sistemas de reporte

O sucesso da gestão em atingir os objectivos requer um sistema adequado de controle do envio de informação dentro dos diversos níveis hierárquicos e funcionais. Espera-se uma mudança de situação em direcção a uma gestão mais comercial que esteja associada com a introdução de novas estruturas de reporte, incluindo sistemas de informação de gestão. Na área financeira, espera-se que na sequência das privatizações, se opere uma mudança do tipo de informação contabilística e financeira que circula dentro da empresa. Do mesmo modo, novos sistemas contabilísticos e de gestão de pessoal deverão ser desenvolvidos. O tipo de informação para o público também deverá mudar.

(v) Natureza e localização dos negócios

Frequentemente, no sector público, a natureza e a localização dos negócios são determinados politicamente. Normalmente, a legislação fixa as áreas de actividade que a organização pode operar, sendo as fusões, aquisições e expansão dos negócios muito raras. Pelo contrário, no sector privado, há muito mais liberdade de desenvolvimento de novas linhas de negócio, de investir em novas localizações de acordo com os ditames das forças do mercado e interesses dos accionistas.

Assim, quando uma organização se liberta das amarras do sector público é suposto esta mudança de situação estar associada com investimentos em novas localizações, internacionalização de actividades e desenvolvimento de novos mercados. Pode também estar associado com a venda de algumas linhas de negócios ou activos e com a aquisição de outros.

As actividades não principais poderão ser separadas em unidades independentes, vendidas ou simplesmente encerradas. Poderão vir a verificar-se também mudanças de localização. A produção poderá ser deslocalizada geograficamente.

(vi) Emprego

É geralmente aceite que o sector público tem pessoal a mais, oferece uma segurança elevada no emprego e a sindicalização é mais forte que no sector privado.

Espera-se que a mudança da situação da propriedade para fora do controle político, conduza a uma abordagem mais agressiva nas relações laborais, talvez o fim dos acordos globais salariais e das condições de trabalho. Novos recrutamentos de pessoas e novos métodos de selecção e de formação deverão ser introduzidos ao mesmo tempo que os níveis de emprego se reduzirão e a produtividade aumentará. Haverá também um movimento de afastamento dos direitos sindicais de negociação, particularmente nas organizações com unidades de negócios separadas. Compreende-se assim que os sindicatos sustentem que nas empresas privatizadas se verifica uma evolução para piores condições salariais e de trabalho. Em paralelo com as reduções de pessoal e novas condições de trabalho, novos esquemas de remuneração podem ser introduzidos relacionados com o desempenho individual. A recompensa baseada no mérito ou na produtividade substituirá a promoção baseada na antiguidade.

A investigação empírica sugere que a política de recursos humanos pode desempenhar um importante papel na mudança cultural. Assim e em conclusão espera-se que na sequência da mudança de situação de propriedade, se verifique um interesse acrescido na manutenção e desenvolvimento das condições de trabalho motivação e empenhamento do pessoal, incluindo novos programas de formação e melhores canais de comunicação em termos de gestão.

3.6. Estudos empíricos

Conforme se referiu anteriormente, a literatura sobre este tema é muito reduzida. Só agora, em finais da década de 90 é que este tópico começa a despertar o interesse tanto dos economistas como dos investigadores das teorias organizacionais e de gestão. Seguidamente, apresentam-se as principais conclusões de cinco estudos que se debruçaram sobre esta problemática.

Parker (1995b) conduz um estudo incidindo sobre dez organizações britânicas que estiveram envolvidas em processos de mudança de situação: três foram privatizadas, duas experimentaram a nacionalização e as restantes sofreram mudanças de situação dentro do próprio sector público. A metodologia utilizada consistiu na identificação das mudanças que se verificaram no ambiente interno e a sua associação com as mudanças de situação de propriedade. Os resultados dessa investigação, no que se refere às situações de privatização parecem ser congruentes com os aspectos da literatura da teoria organizacional, especialmente teoria contingencial que sugerem que o ambiente

interno tem de se adaptar às mudanças do ambiente externo. De acordo com o autor, as conclusões fornecem uma importante mensagem para a política pública. Sugerem que onde situações de agência ou privatizações são introduzidas para aumentar o desempenho económico e financeiro, deverão ter lugar mudanças paralelas nas características do ambiente interno dessas organizações.

Num outro estudo deste mesmo autor, Parker (1994) analisa as mudanças internas verificadas em oito empresas privatizadas no Reino Unido. O estudo compara e contrasta as experiências dessas organizações, com o objectivo de determinar se terão estas empresas passado por experiências comuns ou se existem diferenças importantes na sua reestruturação interna, relativamente aos objectivos, gestão, emprego e relações laborais, estrutura organizacional e natureza e localização dos negócios, visto ser em relação com estes aspectos ou áreas de gestão que se espera que ocorram mudanças com a privatização.

Relativamente aos objectivos comerciais, o autor detectou modificações ocorridas na orientação para o mercado e correspondente desenvolvimento da função de marketing, no recrutamento de novos quadros para a área do marketing e na introdução de novos produtos. Ocorreram também alterações significativas na composição dos órgãos de gestão, nomeadamente através de mudanças nos conselhos de administração, contratação de novos gestores e movimentos significativos de promoções, transferências e de reformas. Com respeito ao factor emprego e relações laborais, as alterações mais significativas que foram identificadas foram reduções do número de empregados, acentuados aumentos de remunerações aos gestores e quadros, introdução de contratos individuais nos níveis médios e inferiores de gestão, introdução de horários flexíveis, desenvolvimento de esquemas de partilha de lucros e de propriedade de acções. Relativamente à estrutura organizacional, muitas empresas criaram divisões geográficas e por produtos com a correspondente descentralização da autoridade e poder de decisão, outras estruturaram-se em centros de resultados abarcando regiões. Reorganizações visando reduzir a burocracia e os atrasos no serviço aos clientes, a recorrência mais frequente ao *out-sourcing* e a evolução de uma estrutura baseada em produtos para uma estrutura matricial ou para unidades de negócios autónomas foram estratégias organizacionais também identificadas.

As conclusões deste autor apontam para a existência de similaridades entre as

experiências de reestruturação em muitas empresas, nomeadamente ao nível da redução do papel dos sindicatos na fixação das condições salariais e na generalização de esquemas de remuneração assentes nos resultados, nas estratégias de fusões e aquisições, no achatamento da pirâmide organizacional e na introdução de centros de lucros e de estruturas multidivisionais.

Cragg and Dyck (1998) a partir de uma análise de uma amostra de 112 empresas, incluindo 79 empresas estatais e privatizadas concluem que existe uma relação muito significativa entre propriedade, compensações e incentivos. Evidenciam que os gestores das empresas públicas têm menores esquemas remunerativos que os correspondentes contrapartes das empresas privatizadas - menos 45 % nos salários e menos 55 % com inclusão dos planos de opções de compra de acções. Não encontram qualquer relação entre remunerações dos gestores e o desempenho das empresas públicas. Em contraste, concluem por uma forte relação nas empresas privatizadas e cotadas em bolsa em resultado principalmente dos incentivos proporcionados pelos planos de opções de compra de acções. A grande conclusão é que a mudança de propriedade (privatização) conduz a fortes acréscimos nas remunerações e incentivos dos gestores, sendo estes ligados com o desempenho financeiro das empresas. Isto significa que as grandes diferenças entre os sistemas de compensação e incentivos das mesmas empresas antes e após a privatização sugerem que a reforma e reestruturação do sistema de remunerações e de governação empresarial são um aspecto essencial da privatização.

No domínio das mudanças nos órgãos de gestão, Cragg and Dyck (1999), com base na mesma amostra de 112 empresas, examinam as ligações entre propriedade e controle interno. Concluem por uma significativa relação negativa entre a melhoria do desempenho e a probabilidade de substituição dos gestores, visto que a principal conclusão é que a privatização está associada com uma sensibilidade acrescida das alterações dos órgãos de gestão a mudanças do desempenho financeiro. Esta conclusão contrasta com a situação das empresas públicas, onde os autores não encontraram qualquer evidência de mudanças de gestores associadas a mudanças de desempenho. Segundo a análise dos autores, as mudanças de gestores que se têm vindo a verificar em muitos países nas empresas privatizadas sugerem que a substituição do capital humano é uma parte importante do processo de privatização. Para os novos donos privados, não é suficiente a alteração dos incentivos, mas é o próprio pessoal que também tem de ser

substituído.

Por fim, uma referência especial para o estudo de Cunha, Rita C. (1999) que analisou os efeitos da privatização na cultura organizacional de três empresas industriais portuguesas. A proposição central deste estudo aponta para a consideração de que a mudança no ambiente interno, desencadeada pelo anúncio da privatização deverá gradualmente provocar uma transformação da cultura empresarial onde valores, crenças e atitudes ligados à gestão por objectivos e obtenção de resultados, à importância do cliente, à descentralização e estruturação menos hierárquica e à motivação dos recursos humanos, passam a ser predominantes. Os instrumentos de medida usados pela autora, assentes num questionário permitiram extrair quatro factores de análise: integração organizacional, orientação para a performance, orientação para as pessoas e orientação para o mercado. Não obstante, a fraca dimensão do conjunto de empresas estudadas e a dificuldade de avaliação das variáveis culturais, os resultados obtidos pela autora apontam não só para diferenças culturais entre empresas públicas e empresas privatizadas, nomeadamente no que se refere a uma mudança em direcção a uma maior orientação para a performance, para as pessoas e integração organizacional, á medida que vai evoluindo o processo de privatização. Relativamente ao factor orientação para o mercado, a autora não detectou diferenças significativas.

3.7. Conclusões

Desta revisão da literatura emerge, antes de mais, uma grande conclusão: a da complexidade da relação entre propriedade e desempenho organizacional. Esta complexidade deriva, essencialmente, do facto de a maioria das operações de privatização envolverem não só a transferência de propriedade, mas estarem também associadas com outros factores como sejam a concorrência e a regulação e com as novas estruturas de incentivos decorrentes da introdução destes elementos.

Uma segunda grande conclusão é que da privatização, envolvendo diversos factores como a propriedade, concorrência, regulação, podem resultar impactos no desempenho das empresas através de respostas organizacionais internas. Esta metodologia de análise centra a sua atenção nas relações organizacionais e de gestão e no ambiente interno das empresas com o objectivo de compreender a natureza da mudança do desempenho após a privatização. Nesta abordagem, a explicação do sucesso ou insucesso, em termos de desempenho empresarial, reside, precisamente, na forma como a gestão das

organizações responde às mudanças do ambiente externo (mudanças de propriedade, concorrência, regulação...).

Uma última conclusão para fazer referência às principais variáveis em que deve assentar a investigação das mudanças organizacionais e de gestão das empresas privatizadas. Trata-se de estudar as alterações que ocorrem, nomeadamente, com a fixação e orientação dos objectivos, com o tipo e estilos de gestão, com as estruturas dos incentivos de gestão, com a gestão das relações laborais, com a escolha da estrutura organizativa, e com o desenvolvimento de novos negócios e internacionalização das actividades. Embora se reconheça que se deva verificar uma grande diversidade de situações relativamente às mudanças organizacionais, visto que cada empresa é um caso diferente, não será difícil de aceitar que em relação aquelas variáveis se possa tipificar um conjunto de alterações geralmente comuns à maioria das empresas objecto de privatização.

PARTE II

QUESTÕES DE NATUREZA APLICADA

Nesta segunda parte procuram-se respostas sobre os resultados das privatizações em Portugal e especificamente sobre o desempenho das empresas recentemente privatizadas.

No Capítulo 4 desenvolve-se uma análise das privatizações em Portugal, em termos dos seus objectivos, resultados e impacto na economia. Com base na informação pública disponível sobre o processo das privatizações (número de operações e de empresas, e receitas obtidas por empresa e por anos), procede-se à elaboração de uma síntese dos seus aspectos mais salientes relacionando-os com a modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional; redução do peso do Estado e da dívida pública na economia; e com o desenvolvimento do mercado de capitais e participação dos cidadãos no processo.

O Capítulo 5 é consagrado à avaliação do desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas em Portugal, tendo em vista o que a teoria económica, nomeadamente as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de relação de agência, estipulam sobre as diferenças de desempenho, entre empresas públicas e privadas. Concretamente, visa-se conduzir uma análise comparativa de certos indicadores de desempenho (rendibilidade, eficiência operativa, investimento, output, emprego, endividamento e dividendos) entre os períodos de pré e pós privatização. O estudo assenta na análise de uma amostra de 20 empresas privatizadas com origem na população de 34 empresas directamente privatizadas directamente pelo Estado no período de 1989 a 1995.

Capítulo 4

As Privatizações em Portugal: Resultados e Impacto Económico

4.1. Introdução

Ao longo dos últimos dez anos em que têm vindo a decorrer processos de privatização de empresas públicas em Portugal, os diversos governos têm defendido que uma das principais reformas estruturais indispensáveis para a modernização e dinamização da economia nacional, nomeadamente no contexto da integração europeia teria de estar associada com a necessidade de se lançar um processo de privatizações que pusesse fim à lógica interventora do Estado na economia, privilegiando o seu papel regulador e incentivador da actividade económica.

Existe hoje em dia um alargado consenso de que a dimensão do processo de privatizações em Portugal e as características de que se revestiu, acompanhado por uma política de liberalização e reforço da concorrência, introduziu uma nova dinâmica na vida empresarial portuguesa e contribuiu para o reforço da eficiência da economia nacional. Para isso também contribuiu o facto das operações de privatização terem sido muitas vezes precedidas de processos de reestruturação das empresas, saneando-se as situações mais difíceis herdadas do passado e criando-se condições para a sua correcta inserção num mercado cada vez mais concorrencial.

Por outro lado, assegurou-se, na maior parte dos casos, um núcleo accionista nacional estável, contribuindo-se, deste modo, para a constituição e reforço de fortes grupos económicos nacionais, ao mesmo tempo que se estimulou a participação dos trabalhadores e pequenos subscritores nas operações de privatização.

Desenvolveu-se o mercado de capitais, na vertente accionista, através do aumento da sua dimensão, da capitalização bolsista, da liquidez e da diversidade de empresas cotadas, tendo-se ainda aumentado a notoriedade do mercado português no estrangeiro.

Reduziu-se significativamente o peso do Estado e da dívida pública na economia e preservaram-se os seus interesses patrimoniais.

Esta é a síntese do balanço altamente positivo que é feito tanto pelos governos como pelos diversos investigadores que se têm debruçado sobre esta matéria, nomeadamente, Santos (1995), Sousa e Cruz (1995) e Ministério das Finanças (1995, 1998 e 1999a, 1999b).

Este capítulo visa, precisamente, testar este balanço. Para o efeito rever-se-ão os objectivos e modalidades das privatizações e os resultados e suas principais consequências económicas no nosso país. A análise basear-se-á, sempre que possível em dados reportados a 31-12-1998. Especial atenção será dada ao impacto económico das privatizações relativamente à modernização, competitividade e reestruturação sectorial e reforço da capacidade empresarial, ao peso do Estado e da dívida pública na economia e ao desenvolvimento do mercado de capitais.

4.2. Objectivos e modalidades das privatizações

O movimento das privatizações, enquanto fenómeno generalizado iniciou-se nos anos 80 e tem vindo a constituir até aos dias de hoje um dos principais instrumentos da política económica de muitos países. Para o seu surgimento, para além das questões associadas com a fraca rendibilidade de muitas empresas públicas, muito contribuíram factores de natureza ideológica e de natureza económico-financeira. As razões de natureza ideológica estão relacionadas com o liberalismo económico e com objectivos de redução do peso do Estado na Economia. As razões económicas e financeiras resultam da necessidade de redução da despesa pública, com a inovação tecnológica e com a internacionalização das economias.

Genericamente pode-se afirmar que de entre os mais importantes objectivos se destaca a procura da eficiência económica, o efeito positivo sobre as finanças públicas e a promoção do “capitalismo popular”.

Privatizar não será sinónimo de garantir eficiência económica, na medida em que outros factores, nomeadamente, a concorrência assumem particular relevo para o desempenho das empresas.

As privatizações têm-se vindo a revelar como uma fonte muito importante do saneamento financeiro das contas públicas não só em função das receitas que proporcionam com a alienação dos activos públicos, mas também em função da alteração dos fluxos financeiros entre o Estado e as empresas.

Objectivos

Em Portugal, os objectivos das privatizações estão consignados na Lei nº 11/90, de 5 de Abril, os quais se podem resumir do seguinte modo:

- Modernizar as unidades económicas e aumentar a sua competitividade e contribuir para as estratégias de reestruturação sectorial ou empresarial.
- Reforçar a capacidade empresarial nacional.
- Promover a redução do peso do Estado na economia
- Contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais
- Possibilitar uma ampla participação dos cidadãos portugueses na titularidade do capital das empresas, através de uma adequada dispersão do capital, dando particular atenção aos trabalhadores das próprias empresas e aos pequenos subscritores.
- Preservar os interesses patrimoniais do Estado e valorizar os outros interesses nacionais.
- Promover a redução do peso da dívida pública na economia.

Deste conjunto de objectivos sobressaem alguns que são comuns a outros países, nomeadamente, a promoção da eficiência, o efeito positivo sobre as finanças públicas e a dispersão do capital por muitos investidores, o chamado “capitalismo popular”.

Outra forma de abordagem dos objectivos dos diferentes programas de privatização consiste em afirmar que a promoção da eficiência, o efeito sobre as finanças públicas e o “capitalismo popular” são os objectivos principais. Os objectivos secundários seriam: o desenvolvimento do mercado de capitais, a redução do peso do Estado na economia, o reforço da capacidade empresarial nacional, a preservação e valorização dos interesses patrimoniais do Estado, o enfraquecimento do poder dos sindicatos no sector público e a redistribuição do rendimento e da riqueza.

Em Portugal o objectivo da eficiência está associado com os objectivos da modernização das unidades económicas e da reestruturação sectorial ou empresarial e do aumento da competitividade, bem como do reforço da capacidade empresarial

nacional relacionado com a tentativa de criar grupos económicos nacionais fortes e de dinamizar o sector empresarial.

O objectivo de obtenção de efeitos sobre as finanças públicas reside essencialmente na diminuição da dívida pública, através da aplicação das receitas das privatizações na amortização da mesma e consequente diminuição dos encargos da dívida. Outra forma de garantir esse efeito está associado com a redução das necessidades de financiamento do sector público. No caso português, para além da amortização da dívida, as receitas deverão ser aplicadas também na redução da dívida do SEE, no serviço da dívida decorrente das nacionalizações e em novas aplicações de capital no sector produtivo.

O objectivo da dispersão da propriedade, por via das operações de privatização, implica a concessão de privilégios aos pequenos subscritores, incluindo os trabalhadores das próprias empresas a privatizar. Para o efeito, nas operações de privatização, foram incluídas modalidades adequadas a este objectivo.

O objectivo da redução do peso do Estado na economia encontra-se associado à finalidade de reforçar e desenvolver a iniciativa privada, sendo comum a todos os países que lançaram processos de privatização.

O desenvolvimento da capacidade empresarial prende-se com a promoção e o desenvolvimento de grupos directamente envolvidos nas operações e de outros grupos nacionais privados, procurando-se, deste modo, compatibilizar estratégias de grupos privados, capazes de desenvolverem planos de exploração e reestruturação conducentes à modernização e ao aumento da eficiência das empresas privatizadas, com a valorização dos interesses públicos.

O objectivo da preservação dos interesses patrimoniais do Estado tem a ver com a questão da determinação dos preços a que se processa a alienação dos activos públicos, sendo que se apresenta mais como um principio orientador do que propriamente como um objectivo a atingir.

O enfraquecimento do poder dos sindicatos é um propósito implícito muito direccionado da situação concreta vivida na década de oitenta no Reino Unido, embora nunca tenha sido formalizado como tal.

A distribuição da riqueza e do rendimento é uma das consequências explícitas de qualquer programa de privatização, na medida em que com a mudança de propriedade

se podem alterar tanto os níveis de produção como dos resultados da actividade económica das empresas privatizadas. No entanto, também se podem operar através das condições de venda preferenciais atribuídas a certas categorias de investidores, nomeadamente os pequenos subscritores. Por outro lado, também se pode considerar que, para além dos novos accionistas, também os consumidores, os trabalhadores e os contribuintes podem ser afectados pelo efeito de redistribuição.

Modalidades de privatização

As principais modalidades de privatização foram o concurso público, a oferta em bolsa de valores e a subscrição pública.

O concurso público pode revestir-se de concurso limitado e a oferta em bolsa de valores (OPV) pode-se referenciar a dois tipos de alienação: venda do bloco de controle ou a privatização parcial normalmente dirigida a pequenos investidores. Relativamente ao preço as OPVs podem ser a preço fixo e em sistema de leilão competitivo e podem incluir um bloco indivisível de acções.

A OPV como método de privatização apresenta diversas vantagens: garante a transparência e o rigor da operação na medida em que há a publicitação das condições de oferta, a centralização das ordens de compra nos intermediários financeiros, sendo que esta modalidade é apontada como uma das que melhor conduz ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Para além das modalidades já referidas, a negociação directa pode revestir a forma de venda directa, MBO e OPA.

A modalidade mais usada em Portugal foi a OPV. Esta modalidade, para além da transparência que confere ao processo, permite atingir os principais objectivos do processo de privatização (maximização das receitas do Estado, dispersão da propriedade e a promoção da eficiência).

Aplicação das receitas

As aplicações das receitas expressamente previstas na Lei são as seguintes: amortização da dívida pública; amortização da dívida do sector empresarial do Estado; serviço da dívida resultante das nacionalizações e novas aplicações de capital no sector produtivo.

4.3. Resultados das privatizações

O impacto do processo de privatização na economia portuguesa é anterior à própria operação de privatização, visto que, em muitos casos, antecedendo a alienação das empresas foram encetados importantes processos de reestruturação que visaram reforçar a estrutura económica e financeira das empresas, redefinindo a sua estratégia empresarial no sentido de a aproximar das condições de funcionamento dos mercados, e contribuir para importantes reformas sectoriais com vista à modernização da economia nacional. De entre os processos de reestruturação mais importantes podem-se salientar os ocorridos com a QUIMIGAL, PORTUCEL, Siderurgia Nacional, RNIP e Portugal Telecom.

Por exemplo, relativamente à QUIMIGAL, os objectivos essenciais do processo de reestruturação desta empresa estiveram relacionados, nomeadamente, com o desenvolvimento organizacional visando uma descentralização real e a definição inequívoca das responsabilidades de gestão; com a promoção do saneamento financeiro da empresa, nomeadamente através da alienação de algumas participações e bens imóveis; com a constituição de “joint ventures”, com a redução drástica das despesas gerais e do número de efectivos; com a necessidade de se evitar o encobrimento dos resultados negativos de alguns negócios à custa dos positivos de outras áreas; e com a motivação das equipas de gestão e dos trabalhadores em geral. Os resultados práticos obtidos apontam para uma redução superior a 65 % do pessoal, o saneamento financeiro, a redistribuição dos efectivos dos órgãos centrais, o encerramento de unidades industriais economicamente inviáveis, constituição de novas sociedades industriais e de serviços.

Já no que respeita à PORTUCEL e, ainda, a título de exemplo, a reestruturação, essencialmente, baseou-se em estudos externos visando a análise do figurino orgânico mais adequado à actividade da empresa, a avaliação da posição competitiva dos vários negócios, e a análise das implicações da reestruturação ao nível económico-financeiro. A reorganização assentou num modelo de “holding”, integrando diversas empresas com negócios autónomos, que daria unidade estratégica e dimensão financeira ao universo industrial. Assim, seriam exploradas as virtualidades radicadas nas sinergias do conjunto – tecnologia comum, conhecimento e saber, treino e movimentação do pessoal, pesquisa e desenvolvimento.

O programa de privatizações desde 1989 a 1998

Desde 1989, ano em que se iniciou o processo de privatização das empresas públicas em Portugal, até final de 1998, realizaram-se mais de 180 operações de alienação de participações públicas relativas ao capital social de 128 empresas, sendo a receita total obtida próxima de 3.468 milhões de contos. Conforme se evidencia no Quadro 4.1, a maioria destas operações respeitam à venda das participações detidas pelo IPE, QUIMIGAL, RNIP e PEC's. Em termos de operações e de empresas privatizadas directamente pelo Estado o seu peso é de cerca de 43 % e 30 % respectivamente. Do Apêndice V – Quadro 1 consta a listagem e a receita obtida das diversas operações de privatização

Quadro 4.1.
Empresas Privatizadas até final de 1998

	Nº de empresas privatizadas	Nº de operações de privatização	Receita Obtida	
			Valor (10 ⁶ Esc)	Quota (%)
Estado	39	80	3.348.880	96.56
IPE	46	59	65.283	1.88
QUIMIGAL	29	33	27.813	0.80
RNIP	11	11	25.557	0.74
PEC's	3	3	532	0.02
Totais	128	186	3.468.065	100.00

Fonte: GAFEED (1995) para o período de 1989 a 1995 e Ministério das Finanças (1999a) para o período de 1996 a 1998

No entanto, assinala-se que quase 97 % da receita total obtida respeita às 39 empresas privatizadas directamente pelo Estado. Até 31-12-1998, e de acordo com os dados obtidos em GAFEED (1995) e Ministério das Finanças (1999a), o seu valor ultrapassou os 3.348 milhões de contos. No Quadro 4.2 apresenta-se a receita obtida com cada uma dessas 39 empresas.

Quadro 4.2.
Empresas Privatizadas (Receitas obtidas até final de 1998)

Empresa	Valor (10 ³ Esc)	%	% ACUM
EDP	879.300.000	26,26	26,26
PT	652.125.000	19,47	45,73
CIMPOR	285.310.032	8,52	54,25
BRISA	248.600.000	7,42	61,67
BPA	223.253.486	6,67	68,34
BFE	161.008.258	4,81	73,15
BESCL	149.883.646	4,48	77,62
PETROGAL	80.800.000	2,41	80,04
BTA	71.434.634	2,13	82,17
BFB	45.068.690	1,35	83,51
TRANQUILIDADE	44.687.808	1,33	84,85
BPSM	44.053.312	1,32	86,16
CPP	40.824.057	1,22	87,38
CMP	39.603.749	1,18	88,57
PORTUCEL IND	39.514.800	1,18	89,75
SECIL	35.934.264	1,07	90,82
CENTRALCER	34.585.135	1,03	91,85
MUNDIAL CONF.	33.440.519	1,00	92,85
TABAQUEIRA	33.200.000	0,99	93,84
UBP	31.919.402	0,95	94,79
BONANÇA	29.736.543	0,89	95,68
IMPÉRIO	25.512.186	0,76	96,44
UNICER	22.645.457	0,68	97,12
SFP	16.053.910	0,48	97,60
ALIANÇA SEG.	13.898.519	0,42	98,01
CNP	12.800.000	0,38	98,40
D. NOTÍCIAS	8.415.010	0,25	98,65
QUIMIGAL	8.100.000	0,24	98,89
J. NOTÍCIAS	7.525.928	0,22	99,11
PORTLINE	5.750.000	0,17	99,29
SN-PLANOS	5.399.100	0,16	99,45
BANIF	5.329.262	0,16	99,61
SN-LONGOS	3.744.000	0,11	99,72
SOCARMAR	3.611.264	0,11	99,83
TRANSINSULAR	1.775.503	0,05	99,88
COSEC	1.641.751	0,05	99,93
RADIO COMERCIAL	1.240.441	0,04	99,97
SNAB	854.509	0,03	99,99
AGA	300.000	0,01	100,00
Total	3.348.880.175	100,00	

Fonte: GAFEEP (1995) para o período de 1989 a 1995 e Ministério das Finanças (1999a) para o período de 1996 a 1998

A análise dos dados deste quadro permite concluir que, até aquela data, as quatro empresas que geraram mais receita (EDP, PT, CIMPOR e BRISA) representaram quase 62 % do total, sendo de assinalar que esta estrutura de receita se originou nas operações levadas a cabo nos últimos três anos. Até 1995, conforme se evidencia no Quadro 4.3.

existia um enviesamento assinalável para o peso ocupado pelos bancos que representavam cerca de 50 % da receita, em comparação com os 25 % actuais. Estes números evidenciam que até 1995 a prioridade do programa de privatizações foi para o sector financeiro e segurador. A partir daquela data, praticamente concluída a privatização daqueles dois sectores⁴⁰, a ênfase passou para as *utilities* de serviços públicos e outras empresas públicas não financeiras, nomeadamente, energia eléctrica, telecomunicações, exploração de auto-estradas e de tabacos.

Quadro 4.3.

Empresas Privatizadas pelo Estado (Até finais de 1998 e 1995)

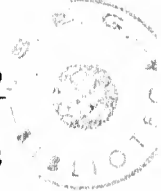
	Até final de 1998				Até final de 1995			
	Receita Obtida		Empresas		Receita Obtida		Empresas	
	Valor (10 ⁶ Esc)	Quota (%)	Nº de empresas	Quota (%)	Valor (10 ⁶ Esc)	Quota (%)	Nº de empresas	Quota (%)
Bancos	788.829	23,56	10	25,64	626.729	50,16	10	29,41
Seguradoras	148.917	4,45	6	15,38	148.917	11,92	6	17,65
Industria	1.729.537	51,65	14	35,90	301.837	24,16	9	26,47
Transportes e Comunicações	663.262	19,81	4	10,26	153.762	12,31	4	11,76
Comunicação Social	17.181	0,51	3	7,69	17.181	1,37	3	8,82
Outros	1.154	0,03	2	5,13	1.154	0,09	2	5,88
Totais	3.348.880	100,00	39	100,00	1.249.580	100,00	34	100,00

Quanto à distribuição temporal das operações de privatização, evidencia-se que das 39 empresas alienadas, 34 (cerca de 87 %) iniciaram ou completaram os respectivos processos até 1995, embora a receita obtida a partir desta data corresponda a 63 % do total. No Apêndice V – Quadro 4.2 apresenta-se a distribuição temporal destas operações de privatização.

4.4. Principais consequências económicas das privatizações

A confrontação dos resultados do processo de privatizações em Portugal com os objectivos programáticos definidos pelas autoridades revela-se um meio importante para a compreensão do impacto efectivo das privatizações. Para esta análise, os diversos objectivos programáticos das privatizações são agrupados em três grandes blocos: (i) modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional; (ii) redução do peso do Estado e da dívida pública na

⁴⁰ De então para cá só se realizaram duas operações de privatização no sector financeiro, a do BFE e a conclusão da do BTA, ambas em 1996.



economia portuguesa; e (iii) desenvolvimento do mercado de capitais e participação dos cidadãos portugueses no processo.

Privatizações versus modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional

De acordo com Sousa e Cruz (1995), neste conjunto de objectivos podem identificar-se duas grandes linhas de orientação estratégica: em primeiro lugar, o pressuposto de que a modernização e reestruturação das empresas, passa não apenas pelo objecto privatizado – a empresa pública cuja transferência de propriedade e gestão é efectivamente passada para a esfera do sector privado no pressuposto de que deste acto resultem acréscimos de eficiência – como também pela própria dinâmica de reestruturação e dinamização interna ao sector empresarial do Estado – por exemplo, levada a efeito por via da aplicação de medidas de saneamento financeiro que viabilizem ulteriormente a própria privatização e o alargamento do processo à generalidade da esfera empresarial dominada pelo Estado. Assim, a privatização é vista também como um meio instrumental conducente à criação de condições de uma mais eficiente e eficaz afectação de recursos na economia, reconhecido o primado da gestão privada em detrimento da gestão pública., no capítulo da racionalização do processo de tomada de decisões nas empresas, na fixação dos objectivos e na gestão autónoma e descentralizada dos meios de produção mais aptos e ao mínimo custo. Em segundo lugar, a questão da modernização e eficiência carece de uma integração com a dinâmica dos interesses privados estabelecidos na economia, apelando-se à compatibilização da estratégia de privatização com as estratégias do sector privado tendentes ao alargamento e consolidação da estrutura produtiva.

Para aqueles autores, atingir estes objectivos teria de passar pelo estímulo e incentivo à participação nos processos de privatização pelos grupos e agentes empresariais nacionais, proporcionando-lhes condições de acesso à aquisição de uma nova dimensão e de um desenvolvimento mais harmonioso das diversas áreas de negócio de cada grupo⁴¹.

⁴¹ A este propósito, assinala-se que a preocupação da preservação da titularidade da propriedade e gestão das empresas nas mãos de agentes nacionais esteve sempre presente na configuração do processo das privatizações em Portugal. Na verdade, a Lei 84/88 circunscrevia a constituição de interesses estrangeiros nas empresas a privatizar a um limite máximo de 5 %, barreira esta que foi confirmada pela Lei 11/90.

Em função dos elementos disponíveis e da leitura que sobre eles se pode fazer, algumas conclusões se podem, desde já apontar:

Por exemplo, para o GAFEED (1995), as privatizações permitiram reforçar quer a eficiência das empresas privatizadas quer a estrutura empresarial nacional, visto que a análise empreendida ao sector financeiro e segurador, com dados até 1994, permite concluir que o seu desempenho seguiu a tendência do sector, apresentando, no entanto, em relação a alguns indicadores, resultados mais positivos que o conjunto da actividade. Os bancos privatizados melhoraram a sua eficiência, e as suas margens de intermediação financeira cresceram de um modo significativo. Embora o período em questão tenha sido de desaceleração da actividade económica tanto a nível interno como externo, a reestruturação e estratégia das empresas, tem-se baseado muito na defesa das quotas de mercado, sacrificando, a curto prazo, os seus resultados do exercício e a rentabilidade. Nas seguradoras, essencialmente, a eficiência operativa foi obtida pela via da contenção dos custos operativos, isto é, pelo investimento na informatização dos procedimentos e pelo reforço dos canais alternativos de distribuição, menos onerosos.

O reforço da estrutura empresarial nacional foi conseguido, na medida em que dos diversos processos de privatização resultaram empresas e grupos de empresas com solidez financeira, com estratégias empresariais dinâmicas de actuação tanto no mercado doméstico como internacionalmente. Acresce, ainda, considerar que a maioria dessas empresas são controladas por entidades nacionais. A conclusão do GAFEED é que o processo de privatização contribuiu de forma significativa para o desenvolvimento de grupos empresariais fortes, facto este que pode ter um papel estruturante ao nível de toda a actividade económica, quer pela adopção de novas formas de gestão, quer pela maior dinâmica que a gestão articulada e coerente de um grupo empresarial pode transmitir, quer ainda pelas maiores possibilidades de internacionalização das empresas ou grupos com maior dimensão interna.

De assinalar também, a este respeito, as conclusões a que chegou a análise de Sousa e Cruz (1995) que: (i) realçam o facto de o impacto registado ao nível da consolidação da capacidade empresarial nacional se ter processado no pleno respeito pelas regras de um mercado competitivo, na medida em que, os métodos de privatização mais intensamente usados foram a operação pública de venda e o concurso público; (ii) relevam o facto de o desiderato do “reforço da capacidade empresarial nacional” ter sido alvo da

convivência entre o Estado e novos accionistas privados na gestão e propriedade das empresas, nomeadamente no caso das unidades tidas como estrategicamente vitais do ponto de vista dos interesses nacionais envolvidos – caso dos maiores bancos, seguradoras e empresas industriais, que foram ou têm vindo a ser privatizadas por fases; (iii) verificam que a franca maioria dos grupos económicos portugueses de raiz privada foi envolvida no processo de privatizações, testemunho inequívoco da progressão entretanto alcançada quanto ao objectivo do “reforço da capacidade empresarial nacional”, visto que a maioria das empresas reprivatizadas são controladas por grupos nacionais; (iv) verificam a exígua penetração do capital estrangeiro nas empresas privatizadas, o que valida os esforços conduzidos nesse sentido ao longo de todo o desenrolar do processo; e (v) reconhecem que a gestão privada das empresas privatizadas se revelou propícia à preservação da sua capacidade competitiva e à rendibilização dos recursos produtivos afectos. A adequação das estruturas de capitais, os índices de rendibilidade alcançados e a capacidade de geração de liquidez das empresas foram também, do ponto de vista estritamente financeiro, asseguradas pelo novo estatuto de gestão privada. A elevada progressão da rendibilidade da gestão privada do sector bancário, em paralelo com a política financeira de distribuição de dividendos, testemunha a solidez financeira alcançada.

Para além destas considerações, sublinhe-se, ainda, que o reforço da eficiência em vários sectores de actividade, tem sido uma consequência quer do aumento da concorrência resultante das privatizações quer dos processos de reestruturação económica e financeira das empresas prévios à sua privatização.

Embora se trate de um conjunto de objectivos cuja avaliação só se poderá processar a longo prazo, visto que se trata de avaliar mudanças estruturais da economia e de actuação das empresas, pode-se concluir que, efectivamente, as privatizações têm vindo a desempenhar um papel determinante na modernização, no aumento da competitividade, na reestruturação sectorial e no reforço da capacidade empresarial nacional.

Privatizações e o peso do Estado e da dívida pública na economia portuguesa

Uma das consequências do 25 de Abril de 1974 foram as nacionalizações, através das quais passaram para as mãos da Estado as maiores empresas do nosso país. De acordo com os dados do GAFEPP (1995), em meados da década de oitenta, o VAB das

empresas directa ou indirectamente detidas pelo Estado representava cerca de 20 % do produto nacional e quase 10 % do emprego. Por exemplo, no sector financeiro o peso do Estado ainda era maior. Os bancos públicos representavam 91 % do VAB do sector e 94 % do emprego.

Com as privatizações a dimensão do sector empresarial do Estado em Portugal foi significativamente reduzida. No final de 1997, estimava-se que o peso do Estado na economia se tenha reduzido para menos de metade do que se verificava em finais da década de oitenta relativamente ao produto e ao emprego

Quadro 4.4.

Peso do Sector Empresarial do Estado na Economia Nacional

	1988	1997
No PIB _{ef}	19,7 %	8,0 %
No Emprego	5,5 %	2,6 %
No Total dos Assalariados	7,9 %	3,6 %

Fonte: Ministério das Finanças (1998)

Em termos de activo total, o peso dos bancos públicos desceu de 99,9 % em 1988 para cerca de 21,7 % em 1997, enquanto que no sector segurador o peso passou de 72,5 % em 1988 para 10,7 % em 1997.

Por outro lado, as privatizações vieram, também, dar um contributo extremamente relevante para a redução do peso da dívida pública, objectivo que para além dos efeitos benéficos óbvios em relação à economia, constitui um dos objectivos essenciais a atingir no processo de construção da união económica. Este contributo manifesta-se tanto ao nível da amortização da dívida (cerca de 1.518,8 milhões de contos no final de 1997), como ao nível da redução do pagamento futuro de juros.

Quadro 4.5.

Aplicação das receitas das privatizações na amortização da dívida pública

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Montante (10 ⁶ contos)	44,8	71,7	73,0	199,9	51,3	30,0	122,8	290,3	635,0
Em % do PIB	0,5	0,7	0,7	1,6	0,4	0,2	0,8	1,7	3,6
Em % da dívida pública	0,9	1,3	1,1	2,8	0,6	0,3	1,2	3,2	5,6

Fonte: Ministério das Finanças (1998)

Por outro lado, assinala-se que, para além da amortização da dívida pública, as receitas das privatizações foram também utilizadas na reestruturação financeira de diversas empresas públicas, com consequências importantes ao nível da redução das necessidades de financiamento do Estado e da dívida pública. De acordo com Ministério das Finanças (1998), até ao final de 1997, a utilização das receitas das privatizações na reestruturação das empresas de capitais públicos ultrapassou os 1.039 milhões de contos.

Privatizações versus desenvolvimento do mercado de capitais e dimensão da participação dos cidadãos no processo

De acordo com a Lei das Privatizações – Lei 11/90, constituem metas da política das privatizações contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais e possibilitar uma ampla participação dos cidadãos na titularidade do capital das empresas, através de uma adequada dispersão do capital, dando particular atenção aos trabalhadores das próprias empresas e aos pequenos subscritores.

O sucesso das operações de privatização e o seu contributo para o desenvolvimento do mercado de capitais pode ser aferido em função do comportamento das empresas privatizadas no mercado, pelo peso da sua capitalização bolsista, pela sua quantidade e pelo volume de transacções.

Em finais de 1998, das 39 empresas directamente privatizadas pelo Estado, resultaram 18 sociedades admitidas à cotação⁴², onde representavam mais de metade da capitalização bolsista do mercado de cotações oficiais, conforme se evidencia no Quadro 4.6.

Também ao nível das transacções as empresas privatizadas têm visto a sua importância aumentar de um modo muito significativo. Em relação aos valores acumulados do ano de 1998, verifica-se que as empresas privatizadas representaram mais de 60 % do valor total de transacções. Do Apêndice V – Quadros 3 e 4 constam a capitalização bolsista total do mercado e das 20 maiores empresas, em 31-12-1998, respectivamente.

⁴² Estas 18 sociedades respeitam a 20 empresas privatizadas se considerarmos que a CMP e a SECIL resultaram na SEMAPA e a SFP e a UBP no Banco Melo. Das restantes 19 empresas, 17 não estão cotadas e duas (BFE e BFB) passaram por processos de fusão com o BPI.

Quadro 4.6

Empresas Privatizadas Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais

Capitalização Bolsista e Transacções

A capitalização bolsista reporta-se a 31-12-98 e as transacções respeitam ao valor acumulado do ano de 1998

Sociedades	Capitalização Bolsista		Transacções	
	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)
Portugal Telecom	1.113.294.042	20,00	1.772.081.824.090	33,98
EDP	1.054.111.617	18,94	879.216.855.687	16,86
BESCL	622.632.500	11,19	361.715.957.258	6,94
BPA	441.223.900	7,93	253.578.794.574	4,86
Cimpor	409.523.900	7,36	460.704.614.877	8,83
Brisa	378.424.327	6,80	323.822.716.202	6,21
BPSM	365.720.235	6,57	314.139.348.916	6,02
Mundial-Confiança	263.898.000	4,74	235.037.634.355	4,51
BTA	246.000.000	4,42	168.230.057.717	3,23
Banco Melo	146.300.000	2,63	109.782.583.883	2,10
Tranquilidade	103.531.000	1,86	48.958.915.799	0,94
CPP	82.137.000	1,48	13.153.596.278	0,25
SEMAPA	79.992.733	1,44	57.233.631.123	1,10
Unicer	79.443.000	1,43	30.734.229.361	0,59
Império	63.290.500	1,14	67.128.697.171	1,29
Banif	53.707.500	0,96	15.312.226.462	0,29
Portucel Industrial	43.142.400	0,78	102.473.982.251	1,96
Centralcer	20.045.000	0,36	2.440.914.703	0,05
Totais Privatizadas	5.566.417.654	100,00	5.215.746.580.707	100,00
Em relação ao Total do Mercado:				
Total Privatizadas	5.566.417.654	52,86	5.215.746.580.707	61,12
Total não Privatizadas	4.963.258.595	47,14	3.318.526.909.890	38,88
Total Mercado	10.529.676.249	100,00	8.534.273.490.597	100,00

Fonte: Bolsa de Valores de Lisboa (1998), Análise do Mercado de Valores Mobiliários

Estes números confirmam a principal conclusão do GAFEEP (1995) de que o processo de privatizações contribuiu de forma inequívoca para o desenvolvimento do mercado accionista, quer ao nível da sua dimensão, quer ao nível da sua liquidez, visto que aumentou significativamente a capitalização bolsista do mercado, aumentou a diversidade da oferta, reforçando o peso das empresas não financeiras, atenuando-se assim um dos pontos fracos do mercado português – a sua excessiva concentração nos bancos e seguradoras, e aumentou consequentemente a notoriedade do mercado português no estrangeiro. Nesta perspectiva, pensa-se que o processo de privatizações

contribuiu decisivamente para criar condições para que o mercado de capitais português pudesse dar um salto qualitativo, no sentido da passagem gradual de mercado emergente para mercado desenvolvido.

Quadro 4.7.

Evolução do Peso das Empresas Privatizadas no Mercado de Cotações Oficiais

Datas	Nº de empresas admitidas			Capitalização Bolsista (10 ¹² Esc)		
	Privatizadas (1)	Total (2)	(1) / (2) %	Privatizadas (3)	Total (4)	(2) / (4) %
31.12.88	0	158	0,0	0	860	0,0
31.12.89	2	152	1,3	39	1.542	2,5
31.12.90	5	152	3,3	113	1.197	9,5
31.12.91	7	153	4,6	234	1.252	18,7
31.12.92	12	100	12,0	411	1.277	32,2
31.12.93	13	89	14,6	660	2.057	32,1
31.12.94	14	83	16,9	772	2.321	33,3
31.12.95	17	84	20,2	901	2.455	36,7
31.12.98	18	76	23,7	5.566	10.529	52,9

Fonte: GAFEEP (1995) e BVL (1998)

Na realidade, a evolução patenteada no Quadro 4.7. atesta a importância decisiva das privatizações no desenvolvimento e dinamização do mercado de capitais nacional.

Relativamente a um outro objectivo que consistia em se estimular os portugueses em geral e em especial os pequenos subscritores a participarem activamente nas operações de privatização pode-se concluir que tal objectivo foi atingido. Para o efeito, muito terão contribuído os estímulos dados tanto aos trabalhadores das próprias empresas como aos pequenos subscritores e emigrantes que por norma podiam beneficiar de tranches especiais de acções a preços fixos abaixo do preço base da oferta.

A importância desta dispersão de capital pode ser avaliada com base no número total de accionistas das operações realizadas até 1997⁴³ – cerca de 1.940 mil, sendo que cerca de 137 mil se referem a trabalhadores das empresas privatizadas e cerca de 1.660 mil a pequenos accionistas. Não obstante a grandeza destes números, assinala-se que relativamente a dados do final de 1995, o valor dos pequenos accionistas relativamente

⁴³ Dados de Ministério das Finanças (1998)

ao total se deverá situar à volta dos 12 %⁴⁴, significando, portanto que a concentração do capital accionista foi uma das consequências da privatização das empresas.

4.5. Conclusões

Embora qualquer análise que se empreenda ao processo de privatizações português não possa passar de um ponto de situação obviamente datado, visto que o programa continua em execução, nada impede que se possam, para já, fixar as principais conclusões de síntese que a seguir se indicam.

Em primeiro lugar sublinhar o número significativo de operações e de receita gerada como sendo um dos mais importantes, a nível mundial, em termos do seu peso no PNB, e verificar que a geração das receitas se concentrou nos três últimos anos, não obstante, a privatização da quase totalidade das empresas ter ocorrido até 1995. Esta concentração de receita explica-se pelo facto de terem sido as privatizações de algumas das *utilities* de serviços públicos (maioritariamente efectuadas entre 1995 e 1998) que geraram o maior volume de receita.

Em segundo lugar reafirmar que, efectivamente, as privatizações têm vindo a desempenhar um papel determinante na modernização, no aumento da competitividade, na reestruturação sectorial e no reforço da capacidade empresarial nacional. Até ao momento, esta reestruturação e reforço da capacidade empresarial tem passado por uma forte concentração da propriedade accionística das empresas privatizadas nas mãos de um número muito limitado de entidades.

Em terceiro lugar, o peso do Estado na economia nacional foi reduzido de um modo muito significativo. Estima-se que o peso do sector empresarial do Estado em 1997, em relação ao PIB_{cf}, se tenha reduzido para menos de metade do que era no início do processo das privatizações.

Finalmente, concluir que o mercado de capitais português beneficiou de uma evolução muito positiva que não teria sido possível sem terem ocorrido as privatizações. O número de empresas privatizadas que passaram a estar cotadas, o peso da sua capitalização bolsista e do seu volume de transações são testemunho evidente do desenvolvimento do mercado de capitais nacional ocorrido nos últimos dez anos.

⁴⁴ Dados de GAFEEP (1995)

Capítulo 5

Desempenho Financeiro e Operativo das Empresas Privatizadas em Portugal

5.1. Introdução

O objectivo a atingir com este Capítulo consiste em proceder a uma avaliação do desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas em Portugal, tendo em vista o que a teoria económica, nomeadamente as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de relação de agência, estipula sobre as diferenças de desempenho, entre empresas públicas e privadas.

A metodologia que se vai utilizar baseia-se nos estudos de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999), publicados no *The Journal of Finance* e que visa efectuar uma análise comparativa de certos indicadores de desempenho (rendibilidade, eficiência operativa, investimento, output, emprego, endividamento e dividendos) entre os períodos de pré e pós privatização.

A análise assenta numa amostra de empresas portuguesas privatizadas recentemente e o estudo considera tanto os resultados obtidos com a amostra global como os resultados a que se chegou com a divisão da amostra em diversas subamostras, em função de certos critérios relacionados com a integração das empresas em mercados concorrenciais ou não concorrenciais, com a estrutura accionista ser ou não concentrada, com o facto de terem sido privatizadas totalmente num único ano ou parcialmente e por fases, com a variação da composição dos respectivos Conselhos de Administração e com a mudança ou permanência do seu Presidente de Conselho de Administração

Para o efeito, seguidamente, descrevem-se as características da amostra de empresas privatizadas, a metodologia de análise utilizada e apresentam-se e discutem-se os resultados obtidos quer para a amostra global quer para as diversas subamostras.

Finalmente procede-se à comparação dos resultados deste estudo com os obtidos nos trabalhos de âmbito internacional que lhe serviram de base.

5.2. Características da amostra

A amostra de 20 empresas privatizadas parcial ou totalmente e que são objecto de análise neste estudo tem origem na população de 34 empresas directamente privatizadas pelo Estado no período de 1989 a 1995. Em termos globais estas 34 empresas representam 91,3 % do total das receitas obtidas com as privatizações, embora, em número de empresas privatizadas somente representem cerca de 27,6 %⁴⁵. As empresas que integram esta amostra constam do Quadro 5.1.

Não obstante a selecção da amostra não ter sido aleatória, não existem razões que possam pôr em causa a sua significância, na medida em que o total das 20 empresas representam quase 60 % do total privatizado directamente pelo Estado e, em termos de receitas obtidas, significam cerca de 85%.

Por outro lado, os elementos constantes do Quadro 5.2. podem permitir concluir que a estrutura da amostra, em termos da distribuição das empresas por sectores de actividade, não sofreu alterações significativas relativamente à população, visto que as percentagens tanto do número de empresas como do valor da receita de cada sector de actividade, são aproximadamente equivalentes na população e na amostra.

Ainda, relativamente à selecção da amostra, convém referir que da população das 34 empresas se excluíram 5 empresas⁴⁶ por terem sido objecto de fusão ou integração noutras empresas. A razão da exclusão da amostra das restantes 9 empresas⁴⁷ esteve relacionada, principalmente, com a dificuldade de obtenção dos elementos informativos essenciais à

⁴⁵ De acordo com os dados do GAFEEP (1995), o total de empresas privatizadas em Portugal de 1989 a 1995 elevou-se a 123 empresas, sendo que cerca de 60 % deste total dizia respeito a pequenas e médias empresas do IPE e da QUIMIGAL, com uma significância de cerca de 6,8 % do total, em termos de receitas obtidas.

⁴⁶ Trata-se dos casos da Aliança Seguradora, Banco Fonsecas & Burnay, Banco de Fomento e Exterior, Sociedade Financeira Portuguesa e União de Bancos Portugueses.

⁴⁷ As empresas em questão foram a AGA, BANIF, CMP, PORTLINE, Rádio Comercial, SNAB, SN- Longos, SN-Planos e SOCARMAR.

Quadro 5.1
Amostra de Empresas Privatizadas de 1989 a 1995

Empresas	Sector de Actividade	Ano de Início da Privati-zação	Número de Empre-gados	Receita Obtida (Contos)	Pos. accionista Estado		Privatização	
					Antes da Privati-zação (%)	Em 31.12.95 (%)	Por Fases	Op. Única
BESCL	Banca	1991	6.729	149.883.646	100	0	x	
BONANÇA	Seguros	1991	1.631	29.736.543	100	0	x	
BPA	Banca	1990	6.125	223.253.486	100	0	x	
BPSM	Banca	1994	5.716	44.053.312	100	0	x	
BTA	Banca	1989	4.376	50.934.634	100	0	x	
CENTRALCER	Ind. Cervejeira	1990	2.289	34.585.135	100	0		x
CIMPOR	Ind. Cimenteira	1994	3.922	39.610.032	100	80	x	
COSEC	Seguros	1990	239	1.641.751	100	0		x
CPP	Banca	1992	2.800	40.824.057	100	0	x	
D. NOTÍCIAS	Comunicação Social	1991	389	8.415.010	100	0		x
IMPÉRIO	Seguros	1992	1.508	25.512.186	100	0		x
J. NOTÍCIAS	Comunicação Social	1990	701	7.525.928	100	0		x
MUNDIAL CONF.	Seguros	1992	1.550	33.440.519	100	0		x
PETROGAL	Ind. Petróleos	1992	3.982	80.800.000	100	55	x	
PORTUCEL IND	Ind. Pasta papel	1995	1.298	39.514.800	100	60	x	
PT	Comunicações	1995	22.387	142.625.000	100	51	x	
SECIL	Ind. Cimenteira	1994	481	35.934.264	100	0	x	
TRANQUILIDADE	Seguros	1989	1.520	44.687.808	100	0	x	
TRANSINSULAR	Transportes	1990	301	1.775.503	100	0		x
UNICER	Ind. Cervejeira	1990	1.534	22.645.457	100	0	x	
Totais			69.478	1.057.399.071				

Fonte: Ministério das Finanças (1995)

análise, nomeadamente, os prospectos das operações de privatização e os relatórios e contas tanto do período de pré como pós privatização.

Quadro 5.2
Comparação entre as Empresas Privatizadas pelo Estado e a Amostra

Valores em contos

Sectores de Actividade	Total Estado				Amostra			
	Valor	%	Nº Emp.	%	Valor	%	Nº Emp.	%
Bancos	626.728.657	50,1	10	29,4	508.949.135	48,2	5	25,0
Seguradoras	148.917.326	11,9	6	17,6	135.018.807	12,8	5	25,0
Indústria	301.836.537	24,2	9	26,5	253.089.688	23,9	6	30,0
Transportes e Comunicações	153.761.767	12,3	5	11,7	144.400.503	13,6	2	10,0
Comunicação Social	17.181.379	1,4	3	8,8	15.940.938	1,5	2	10,0
Diversos	1.154.509	0,1	2	6,0	-	-	-	-
Totais	1.249.580.175	100,0	34	100,0	1.057.399.071	100,0	20	100,0

Para permitir a disponibilidade de elementos contabilísticos e de indicadores de desempenho de pelo menos de dois anos posteriores à privatização e considerando que a recolha da informação se processou na parte final do último trimestre de 1998 e no início de 1999, optou-se por só incluir na amostra empresas privatizadas até finais de 1995, garantindo-se, assim, para as empresas privatizadas naquele ano, indicadores de desempenho pós privatização referentes aos anos de 1996 e 1997⁴⁸.

Deste modo e em resumo a amostra integra as principais e maiores empresas privatizadas em Portugal até final de 1995, sendo 5 bancos, 5 seguradoras, 6 empresas industriais, 2 do sector de transportes e comunicações e 2 do sector da comunicação social. Como seria de

⁴⁸ Por esta razão, duas grandes empresas públicas que iniciaram a privatização em 1996 – a EDP e a BRISA – não foram consideradas na amostra.

esperar, em termos de receita obtida, o peso ocupado pelos bancos quase que atinge metade do valor da amostra e se lhe adicionarmos as seguradoras chegaremos a cerca de 61 %.

5.3. Metodologia

Da diversa literatura consultada e referenciada neste estudo, pode-se concluir que existem duas metodologias para conduzir a avaliação do impacto da privatização no desempenho das empresas.

O primeiro método consiste em comparar o desempenho pré e pós privatização das empresas privatizadas, numa perspectiva de evolução histórica. Embora seja um método muito apelativo, pode acarretar algumas dificuldades, nomeadamente: (i) a amostra da população de empresas privatizadas não ser significativa; (ii) a privatização ter sido acompanhada de mudanças de política económica e assim ser difícil separar a influência da nova propriedade e da nova política; (iii) as privatizações, geralmente, serem precedidas de reestruturações empresariais, de injeções de capital nessas empresas, sendo que, deste modo, o impacto dessas reestruturações pode representar parte ou a totalidade das melhorias pós privatização e esconder o impacto da mudança de propriedade no desempenho da empresa⁴⁹.

A segunda forma de abordagem para a avaliação da relação entre propriedade e desempenho foca-se na comparação do desempenho das empresas públicas e privadas operando em condições de meio ambiente económico idêntico, ao mesmo tempo, e nos mesmos mercados. No entanto, esta abordagem apelidada de “sincrónica”⁵⁰ também tem as suas dificuldades. Em ordem a se obter um claro efeito do factor propriedade, o estudo deverá assegurar a ausência de enviesamento na selecção da amostra. Este enviesamento pode ocorrer, por exemplo, se as empresas públicas tiverem sido criadas para suprirem deficiências de mercado, podendo acontecer que, geralmente, essas empresas apresentam

⁴⁹ De entre os estudos mais importantes que utilizaram este método assinalam-se os de Megginson *et al* (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999).

⁵⁰ De acordo com a expressão utilizada por Frydman *et al* (1997)

situações deficitárias permanentes e desde o início. O enviesamento também pode ocorrer se tiverem sido escolhidas as melhores empresas a privatizar, em primeiro lugar⁵¹.

A metodologia ideal deveria combinar as duas abordagens, comparando as empresas públicas e privadas operando ao mesmo tempo, mas usando dados históricos, para se eliminar a possibilidade de enviesamento na selecção da amostra, sendo que a comparação deve ser entre empresas públicas e privadas antes da privatização e entre essas mesmas empresas mas depois da privatização.

No nosso estudo opta-se pela primeira abordagem. A metodologia utilizada funda-se nos trabalhos de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999), já revistos no Capítulo 2. O objectivo básico consiste em se investigar se a privatização das empresas públicas em Portugal conduziu ou não a um aumento dos níveis de desempenho dessas empresas, conforme sugerem as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de agência, revistas no Capítulo 1. Especificamente, a análise tenta determinar se na sequência da privatização, as empresas aumentaram a sua rendibilidade, a sua eficiência operativa, os seus investimentos, o seu output e os dividendos, e se reduziram o volume do emprego e o endividamento.

Estas hipóteses de evolução do comportamento do desempenho das empresas públicas privatizadas assentam tanto nos modelos teóricos referidos como nas expectativas e objectivos dos governos que para além do objectivo de angariar receitas para o Estado, visam a melhoria da eficiência operativa e financeira das antigas empresas públicas através da sua exposição às forças do mercado. Os acréscimos na rendibilidade, na eficiência operativa, no output, no investimento e a redução do emprego são suportados pela maioria dos modelos teóricos, enquanto que também se pode prever que a mudança de propriedade pública para privada deve ter um forte impacto nas políticas financeiras das empresas, ao nível de duas das suas principais variáveis – o endividamento e o pagamento de dividendos.

Relativamente ao endividamento é legítimo esperar-se que a privatização conduza a um decréscimo do peso da dívida na estrutura de capitais, devido ao facto de, as empresas privatizadas, ao deixarem de beneficiar da garantia estatal nos seus empréstimos, e assim,

⁵¹ O clássico estudo de Boardman and Vining (89) seguiu esta segunda metodologia.

verem aumentar o custo do capital alheio e podendo ter livre acesso ao mercado de capitais, através da emissão de acções, recorram menos a financiamentos bancários e a outros tipos de dívida.

Em relação ao pagamento de dividendos, parece racional esperar-se que se venham a verificar acréscimos, na medida em que, geralmente, o Estado raramente exigia a remuneração do seu capital investido, contrariamente ao que acontece com os investidores privados, em estruturas de capital não concentrado que, especificamente, valorizam sobremaneira uma adequada política de dividendos, muitas vezes associada com os mecanismos legais de protecção dessas posições accionistas minoritárias. Assinale-se que, no plano internacional, a estrutura de propriedade de algumas empresas recentemente privatizadas sugere, de acordo, aliás, com o estudo empírico de Rafael La Porta *et al* (1999)⁵² que o seu pagamento permite garantir um rendimento mais ou menos fixo aos accionistas, principalmente nos casos de privatizações em que resultou um grande número de accionistas e portanto uma estrutura de capital não concentrada.

O Quadro 5.3. evidência cada uma das hipóteses a testar e as *proxies* empíricas para as variações dos indicadores de desempenho escolhidos. Genericamente, utilizaram-se os mesmos rácios de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999), sendo, deste modo, possível comparar os resultados obtidos com os que chegaram aqueles autores para amostras de dados internacionais, tanto de países industrializados como de países em vias de desenvolvimento.

Com base na informação constante dos prospectos das operações de privatização e nos relatórios e contas dos períodos pré e pós privatização construiu-se para cada empresa uma

⁵² Ver o recente estudo empírico de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny (1999), "Agency Problems and Dividend Policies Around the World" a publicar brevemente no *The Journal of Finance*, no qual os autores baseados numa amostra de 4.000 empresas de 33 países concluem pela prevalência do modelo explicativo do pagamento de dividendos enquanto "resultado" de sistemas de protecção legal de interesses accionistas minoritários, em detrimento do modelo de "substituição" da protecção legal, no qual os dividendos são essenciais para a criação de uma imagem de reputação de bom "tratamento" dos accionistas.

Quadro 5. 3

Síntese das Hipóteses a Testar

Este quadro apresenta as variáveis económicas consideradas na análise das variações do desempenho operativo e financeiro que podem resultar da privatização. Também se apresentam e definem as *proxies* empíricas utilizadas no estudo. Nos casos em que se apresentam mais de uma *proxie*, considera-se ser preferível utilizar a que aparece em primeiro lugar porque a sua construção assenta em fluxos financeiros correntes, tanto no numerador como no denominador. Também se detalham as hipóteses de variação das características económicas das variáveis na sequência da privatização, baseadas tanto nos objectivos dos governos como nos diversos estudos teóricos e empíricos revistos nos Capítulos 1 e 2. Os índices A e D na coluna da hipótese prevista significam antes e depois da privatização respectivamente.

Características	<i>Proxies</i>	Hipóteses de variação
Rendibilidade	Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV) = $\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Vendas}}$	$ROV_D > ROV_A$
	Rendibilidade Líquida das Vendas (RLV) = $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$	$RLV_D > RLV_A$
	Rendibilidade do Activo (ROA) = $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Activo Total}}$	$ROA_D > ROA_A$
	Rendibilidade do Capital Próprio (RCP) = $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$	$RCP_D > RCP_A$
Eficiência Operativa	Eficiência das vendas (EFV) = $\frac{\text{Vendas}}{\text{Número de empregados}}$	$EFV_D > EFV_A$
	Eficiência do Resultado Líquido (EFR) = $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Número de empregados}}$	$EFR_D > EFR_A$
Despesas de Investimento	Investimento sobre as vendas (ISV) = $\frac{\text{Investimento}}{\text{Vendas}}$	$ISV_D > ISV_A$
	Investimento sobre o Activo (ISA) = $\frac{\text{Investimento}}{\text{Activo Total}}$	$ISA_D > ISA_A$
Output	Vendas Reais (VER) = $\frac{\text{Vendas Nominiais}}{\text{Índice de Preços}}$	$VER_D > VER_A$
Emprego	Emprego Total (EMP) = Número de Empregados	$EMP_D < EMP_A$
Endividamento	Passivo sobre o Activo (PSA) = $\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Activo Total}}$	$PSA_D < PSA_A$
	Passivo de Longo Prazo sobre o Capital Próprio (PCP) = $\frac{\text{Passivo de Longo Prazo}}{\text{Capital Próprio}}$	$PCP_D < PCP_A$
Dividendos	Dividendos sobre Vendas (DSV) = $\frac{\text{Dividendos}}{\text{Vendas}}$	$DSV_D > DSV_A$
	Dividend Payout (DIP) = $\frac{\text{Dividendos}}{\text{Resultado Líquido}}$	$DIP_D > DIP_A$

Fonte: Adaptação de Megginson *et al* (1994), pág. 422

folha de cálculo com o objectivo de integrar elementos⁵³ relativos a, pelo menos, 7 anos (três anos para cada um dos períodos pré e pós privatização e incluindo o ano da privatização). Seguidamente calcularam-se os indicadores de desempenho, de acordo com a sua definição constante do Quadro 5.3. Depois calculou-se a média e a mediana de cada indicador e para cada período (pré privatização: anos $n-3$ a $n-1$ e pós privatização: anos $n+1$ a $n+3$). Para todas as empresas o ano da privatização (ano n), incluindo tanto a parte pública como a privada, foi excluído do cálculo das médias e das medianas. A condição de inclusão de qualquer empresa na amostra, como atrás se referiu, foi de que no mínimo, duas observações estivessem disponíveis para o cálculo da média e mediana de cada período. Na prática, sempre que a informação esteve disponível, consideraram-se nos cálculos períodos pré e pós privatização mais alargados, com vista a minimizar o erro de medida⁵⁴. Em média o período de pré privatização da amostra é de 3,55 anos e o de pós privatização de 5,3 anos.

Tendo-se calculado as médias e medianas para cada indicador de cada empresa, seguidamente procedeu-se ao cálculo da média e mediana das variáveis da amostra, ao mesmo tempo que se usou o teste de Wilcoxon⁵⁵ como principal método para testar variações significativas nos indicadores médios. Este procedimento testa se as diferenças nas medianas dos valores das variáveis entre os períodos pré e pós privatização da amostra

⁵³ Em face da diversidade de sectores de actividade constantes da amostra, inclusivamente com planos de contas distintos (bancário, segurador, POC) e de acordo, aliás, com Megginson *et al* (1994), a escolha dos itens a reter para a análise e a consequente definição de indicadores de desempenho, baseou-se em itens do mais baixo denominador comum, como sejam as vendas, o resultado líquido e operativo, o activo total, o passivo, o capital próprio – normalmente disponíveis em qualquer sistema contabilístico.

⁵⁴ Conforme sublinha La Porta e Lopez-de-Silanes (1997), o erro de medida pode resultar de uma variedade de situações, sendo, portanto, pouco claro como pode enviesar os resultados. Por exemplo, ter só em conta os dados dos anos imediatamente anteriores à privatização pode conduzir a uma sub avaliação dos ganhos da privatização dado que a maioria dos governos procuram reestruturar as empresas antes da privatização para aumentar a sua atractividade aos investidores.

⁵⁵ A metodologia utilizada neste teste foi a constante de Newbold (1995), *Statistics for Business and Economics*, Prentice Hall, pp.391-394. Basicamente, o teste de Wilcoxon pode ser usado quando a amostra é de pequena dimensão e se dispõe de uma amostra de observações emparelhadas. Assume-se que a distribuição das diferenças das observações emparelhadas da população são simétricas, e pretende-se testar a hipótese nula de que essa distribuição se centra em zero. Pondo de parte as observações emparelhadas com diferenças nulas, ordenam-se as restantes diferenças absolutas por ordem ascendente. Calculam-se, então, as somas dos números de ordem correspondentes às diferenças positivas e negativas, sendo que a menor destas somas é, precisamente, a estatística T do teste do Wilcoxon. A hipótese nula será rejeitada para valores baixos da estatística T de acordo com a respectiva tabela.

são iguais a zero. As conclusões baseiam-se quer na estatística T de Wilcoxon quer na estatística normalizada Z que para amostras com uma dimensão mínima de 10 segue uma distribuição normal.

Para além do estudo da evolução dos indicadores de desempenho financeiro e operativo da amostra na sua totalidade, procedeu-se também à divisão da amostra das 20 empresas em diversas sub-amostras em função de certos critérios relacionados com a sua integração em mercados concorrenciais ou não concorrenciais, com a estrutura accionista ser ou não concentrada, com o facto de terem sido privatizadas totalmente num único ano ou parcialmente e por fases, com a variação da composição dos respectivos conselhos de administração e com a mudança ou permanência do seu presidente de conselho de administração.

5.4. Resultados

Neste ponto apresentam-se e discutem-se os resultados relativos a cada um dos objectivos e hipóteses de variação de indicadores de desempenho atrás descritos. Em primeiro lugar apresentam-se os dados para a amostra global (Quadro 5.4), relativamente às variações na rentabilidade, eficiência operativa, output, emprego, endividamento e dividendos. Seguidamente apresentam-se os resultados para cada uma das sub amostras consideradas.

5.4.1. Amostra global

Rendibilidade

De acordo com a teoria económica e os diversos estudos empíricos revistos anteriormente, à medida que as empresas transitam de públicas para privadas, a sua rentabilidade deverá aumentar. Esta conclusão radica, essencialmente, no argumento de que a privatização ao transferir direitos de propriedade e de controle dos fluxos financeiros para gestores privados conduz a que estes tenham um muito maior interesse na eficiência e rentabilidade das empresas do que tinham os gestores de nomeação política.

Mediu-se a rentabilidade através de quatro rácios: Rendibilidade líquida das vendas, rentabilidade operacional das vendas, rentabilidade do activo e rentabilidade do capital próprio. A discussão e análise dos dados centrar-se-á somente no indicador da rentabilidade operacional das vendas, na medida em que se trata de um rácio que para além de se basear

Quadro 5.4

Síntese dos Resultados para a Amostra Global das Empresas Privatizadas

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Varição da Média (%)	Estatística de Wilcoxon para diferenças nas Medianas	Estatística - Z para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade								
Rendibilidade das vendas	20	0,0607 [0,0491]	0,0868 [0,0729]	0,0261 [0,0048]	43,0	75 (d)	1,12 (d)	50
Rendibilidade Oper. das vendas	15	0,0925 [0,0657]	0,1533 [0,1225]	0,0608 [0,0336]	65,7	17 (a)	2,4422 (a)	73,3
Rendibilidade do Activo	15	0,0568 [0,0334]	0,0551 [0,0392]	-0,0018 [0,0054]	-3,0	58 (d)	0,1136 (d)	53,3
Rendibilidade do Capital Próprio	20	0,1031 [0,0834]	0,0822 [0,0893]	-0,0209 [-0,0074]	-20,3	114 (d)	0,336 (d)	40
Eficiência operativa								
Eficiência das Vendas	20	0,8169 [0,8084]	1,3444 [1,2718]	0,5275 [0,3918]	64,6	0 (a)	3,9199 (a)	100
Eficiência do Resultado Líquido	17	2,2196 [0,8484]	3,2554 [1,1643]	1,0357 [0,358]	46,7	43 (c)	1,5858 (c)	70,5
Despesas de Investimento								
Despesas de capital / Vendas	9	0,1526 [0,0732]	0,1634 [0,1507]	0,0108 [0,0315]	7,1	12 (d)	-	66,6
Despesas de Capital / Activo	9	0,093 [0,0518]	0,0837 [0,0658]	-0,0094 [0,0027]	-10,0	23 (d)	-	55,5
Output								
Vendas Reais	20	0,8442 [0,8248]	1,1915 [1,1538]	0,3472 [0,2421]	41,1	0 (a)	3,9199 (a)	90
Emprego								
Número de empregados	20	3631 [1605]	3219 [1409]	-412 [-273]	-11,3	25 (a)	2,9866 (a)	90
Endividamento								
Passivo / Activo	20	0,6884 [0,7433]	0,6617 [0,7559]	-0,0268 [-0,0311]	-3,9	95 (d)	0,3733 (d)	60
Passivo L. P. / Capital Próprio	10	0,8982 [0,5193]	0,4708 [0,248]	-0,4275 [-0,1813]	-47,6	12 (c)	1,5799 (c)	70
Dividendos								
Dividendos / Vendas	17	0,02 [0,004]	0,0502 [0,0428]	0,0301 [0,0272]	151,0	19 (a)	2,7219 (a)	65
Dividendos / Resultado Líquido	17	0,2099 [0,1659]	0,3815 [0,4764]	0,1715 [0,2797]	81,8	26 (a)	2,3906 (a)	70

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Nota: Os cálculos detalhados que deram origem a este quadro de síntese, devido à sua dimensão, não se anexam. No entanto, serão disponibilizados a pedido

em dois fluxos financeiros correntes, também está isento da influência dos resultados extraordinários. Os outros três rácios ao se basearem no resultado líquido (sujeito à influência dos resultados extraordinários) e/ou em indicadores de *stock* de capitais (activo, capital próprio) muito influenciados pelas práticas contabilísticas (por exemplo, de reavaliação de activos e a consequente constituição de reservas), podem gerar resultados não significativos da evolução efectivamente verificada na rentabilidade das empresas privatizadas.

Os resultados evidenciam uma variação positiva muito significativa na rentabilidade após a privatização. Efectivamente, a média (mediana) do indicador da rentabilidade operacional das vendas evoluiu de 9,25 % (6,57 %) antes da privatização para 15,33 % (12,25 %) depois da privatização⁵⁶. Isto significa que em termos médios a rentabilidade operacional das vendas beneficiou de um crescimento de cerca de 65 % com a mudança de propriedade das empresas. Saliente-se que este resultado é estatisticamente significativo (nível de significância de 1 %) e que cerca de 73 % das empresas da amostra revelaram ter tido acréscimos de rentabilidade operacional das vendas.

Eficiência Operativa

Tanto os decisores políticos como os investidores e empregados das empresas a privatizar esperam, na sequência da mudança de propriedade, que as empresas sejam mais eficientes na utilização dos seus recursos humanos, financeiros e tecnológicos. Por exemplo, as reestruturações organizacionais, a procura de sinergias, a redução de custos, são normalmente instrumentos determinantes para o aumento da eficiência operativa das empresas que ao transitarem para mãos privadas passaram a ter como objectivo fundamental a obtenção de lucros.

Utilizaram-se dois indicadores para medir a eficiência operativa: a eficiência das vendas (vendas reais/ empregados) e a eficiência do resultado líquido (resultado líquido/empregados). No cálculo da eficiência das vendas, as vendas nominais de cada empresa da amostra foram deflacionadas com um IPC reportado ao início do período de análise e depois de divididas pelo número de empregados, o valor médio de cada período

pré e pós privatização foi normalizado através da sua divisão pelo correspondente rácio do ano da privatização. No cálculo da eficiência do resultado líquido seguiu-se procedimento idêntico.

Os resultados a que se chegou em ambos os indicadores de desempenho são elucidativos na demonstração de que a eficiência operativa das empresas privatizadas melhorou de uma forma muito significativa, visto que a eficiência das vendas, em termos médios aumentou cerca de 65%, e a eficiência do resultado líquido teve um incremento à volta dos 47 %. Na realidade, a média (mediana) da eficiência das vendas passou de 0,82 (0,81) no pré privatização para 1,3 (1,27) no pós privatização. Por seu lado, a média (mediana) da eficiência do resultado líquido evoluiu de 2,22 (0,85) no pré privatização para 3,25 (1,16) no pós privatização. O incremento da eficiência das vendas tem um nível de significância de 1% e verificou-se na totalidade das empresas, enquanto que o incremento da eficiência do resultado líquido tem um nível de significância menor – 10 % - e ocorreu em 70,5 % das empresas da amostra.

Despesas de investimento

A afirmação de que se espera que as empresas privatizadas aumentem o seu nível de investimento está associada com o facto de que, com a privatização desaparecem os constrangimentos de obtenção de financiamentos a que muitas empresas públicas estavam sujeitas (acesso livre aos mercados de capitais); com os incentivos para o desenvolvimento e investimento em novas oportunidades de negócios (fusões e aquisições, lançamento de novos produtos e serviços); e com as necessidades de investimento que decorrem da competitividade dos mercados, resultante da liberalização que muitas vezes aparece ligada à privatização. Um outro argumento que se pode indicar em apoio desta hipótese é que, geralmente, as empresas públicas, estando sobredimensionadas em termos de pessoal, são utilizadoras de fracos níveis de intensidade de capital, pelo que, a tendência natural após a privatização, consistirá na inversão desta situação através de uma redução de efectivos e de acréscimo do investimento nos meios de produção.

⁵⁶ Na verdade, conforme se previa os outros três indicadores geraram resultados contraditórios entre si que estatisticamente não são significativos

Os indicadores usados na medida da evolução desta variável foram o rácio investimento/vendas e investimento/activo. Das 20 empresas da amostra só em 9 foi possível obter dados sobre o investimento em cada um dos anos, dado que se evitou estimar o investimento através de cálculos contabilísticos baseados nos valores dos activos fixos e das amortizações constantes nas demonstrações financeiras.

Os resultados obtidos são contraditórios: Relativamente à média, o primeiro rácio teve um acréscimo de cerca de 7 %, enquanto que o segundo, revela um declínio do investimento de 10 %. Nenhum destes indicadores denota significância estatística, pelo que se pode afirmar que os limitados dados da amostra, não permitem concluir e testar a hipótese de que com a privatização as empresas aumentam o seu nível de investimento, não obstante em mais de metade das empresas da amostra se ter verificado um aumento das despesas de investimento.

Output (vendas reais)

Embora alguma teoria defenda que, em face da privatização, algumas empresas públicas deixarão de ter condições para manterem níveis ineficientes de produção, pelo que se poderia prever uma redução do output, a verdade, é que, efectivamente, se os processos de privatização forem bem conduzidos, espera-se que os aumentos da eficiência, as oportunidades de investimento e de novos negócios, a capacidade empreendedora dos novos gestores e a concorrência acrescida conduzam a um crescimento real das vendas.

O cálculo das vendas reais baseou-se na metodologia descrita para o indicador eficiência das vendas, significando que se trata de um indicador médio de vendas a preços constantes do ano de início do período de pré privatização, normalizado pelo valor do ano da respectiva privatização.

Os resultados obtidos revelam que as vendas reais, a preços constantes e em termos médios cresceram cerca de 41 % após a privatização. Especificamente, a média (mediana) das vendas reais aumentou de 0,84 (0,82) para 1,19 (1,15). Estes aumentos verificaram-se em 90 % das empresas da amostra e têm um alto nível de significância de 1 %.



Emprego

O emprego é, sem sombra de dúvida, a variável mais política de qualquer processo de privatização, na medida em que se receia que os acréscimos de rendibilidade e de eficiência sejam obtidos à custa de reduções substanciais do factor trabalho. Do ponto de vista da teoria, há unanimidade em se considerar que, com a privatização das empresas públicas, o emprego diminuirá significativamente. A consideração básica que fundamenta esta hipótese é que sendo, geralmente, as empresas públicas, organizações utilizadoras extensivas do factor trabalho, a obtenção dos níveis de eficiência e de lucro desejados passam, em regime de gestão privada, pela diminuição do número de empregados.

Os resultados empíricos que se obtiveram dão apoio à hipótese teórica enunciada. Na realidade, o emprego, em média decresceu cerca de 11 %. A média (mediana) do número de empregados por empresa passou de 3631 (1605) no período de pré privatização para 3219 (1409) no período de pós privatização. A redução de efectivos não se verificou na totalidade das empresas da amostra, visto que em cerca de 10 % delas, o emprego aumentou⁵⁷. O nível de significância destes resultados é de 1 %.

Endividamento

Com a privatização e o consequente livre acesso ao mercado de capitais, tornando possível a emissão de acções para o público, espera-se que o endividamento das empresas sofra uma redução acentuada. Esta hipótese é ainda reforçada pela estrutura financeira das empresas públicas geralmente baseada em financiamentos bancários e em subsídios e injeções de capital estatais.

Os indicadores de medida do endividamento foram os rácios passivo/activo e passivo de longo prazo/capital próprio. Relativamente ao segundo indicador só se consideraram os dados de metade das empresas da amostra, por se considerar que nos 5 bancos e nas 5 seguradoras não tem significado falar-se em passivo de longo prazo. Os resultados obtidos apontam no sentido de que se prova uma redução do endividamento, embora só tenha

⁵⁷ É interessante notar que o crescimento mais significativo do emprego se deu precisamente na antiga empresa pública – CIMPOR – que tem vindo a conduzir um processo de internacionalização, implicando importantes investimentos, nomeadamente em aquisições de outras empresas tanto no país como no estrangeiro.

relevância estatística no segundo rácio, sendo que mesmo neste caso, o nível de significância é 10 %. No entanto, sublinha-se que o valor médio do rácio passivo/activo teve uma redução de cerca de 4 % - passou de 0,69 (0,74) para 0,66 (0,76) - e que a diminuição média do passivo de longo prazo/activo quase que atingiu os 50 % - passando de 0,9 (0,52) para 0,47 (0,25). No primeiro caso a redução verificou-se em 60 % das empresas, enquanto que no segundo caso a diminuição se detectou em cerca de 70 % das empresas consideradas na análise.

Dividendos

A teoria económica também é unanime em considerar que na sequência da privatização, o pagamento de dividendos deve aumentar de um modo muito significativo, na medida em que, os governos, geralmente, não se preocupam muito com a remuneração dos seus capitais investidos em empresas públicas e que o pagamento de dividendos, em muitas empresas privatizadas surge como um instrumento tradicional de resposta, por parte dos gestores, a estruturas de capital muito disseminado.

A variação do pagamento de dividendos foi calculada através de dois indicadores: os rácios dividendos/ventas e dividendos/resultados líquidos. Qualquer dos dois indicadores revelou acréscimos de pagamento de dividendos com um nível elevado de significância estatística de 1 %. A média (mediana) do indicador dividendos/ventas passou de 0,02 (0,004) para 0,05 (0,0428), significando, ao nível da média, um crescimento de cerca de 150 %. Estes acréscimos verificaram-se em 65 % das empresas. A média (mediana) do rácio dividendos/resultado líquido cresceu de 0,21 (0,1659) no período de pré privatização para 0,38 (0,4764) no pós privatização, sendo que este crescimento se verificou em 70% das empresas.

Em síntese, conclui-se que a percentagem do resultado líquido afecta a dividendos teve um incremento médio de cerca de 82 % no período de pós privatização.

5.4.2. Subamostras

Empresas inseridas em mercados muito concorrenciais versus pouco concorrenciais

Para efeitos desta análise definem-se mercados muito concorrenciais como sendo aqueles em que se verifica uma efectiva concorrência, medida tanto em termos de quotas de

mercado como em número de empresas intervenientes. Em termos concretos, considera-se que, em Portugal, o mercado bancário, segurador, transportes, indústria petrolífera, imprensa e pasta de papel é muito competitivo tanto numa perspectiva nacional como internacional. Por outro lado, em face da elevada concentração na indústria cervejeira e dos cimentos, onde na prática se verifica um duopólio e que nas telecomunicações e nos seguros de crédito as empresas existentes têm operado em regime de quase monopólio, considera-se que as empresas actuando nestes mercados não têm estado sujeitas a uma forte concorrência, pelo que esses mercados serão denominados de pouco concorrenciais.

Embora alguma teoria económica e evidência empírica aponte para que se considere que as empresas privatizadas e operando em mercados concorrenciais devam ter um desempenho pós privatização inferior ao de empresas de mercados não concorrenciais, neste estudo prevê-se que, ao contrário, serão as empresas operando em mercados ditos pouco concorrenciais que terão desempenhos pós privatização inferiores aos das empresas inseridas em mercados efectivamente competitivos. O argumento principal a considerar em abono desta tese é que quanto maior for a concorrência nos mercados de produtos tanto maior será o incentivo para a reestruturação estratégica e organizacional que conduzindo a reduções de custos e a acréscimos reais da eficiência operativa, inevitavelmente redundará numa melhor rendibilidade e desempenho empresarial. Por outro lado, considera-se que a manipulação de preços numa lógica não concorrencial que se pode verificar nas empresas inseridas em mercados ditos pouco concorrenciais não será suficiente para ultrapassar, em termos de desempenho global, os menores efeitos de redução de custos resultantes de uma reestruturação normalmente mais lenta.

Assim, prevê-se que a rendibilidade, a eficiência operativa, o investimento, o output e os dividendos das duas sub-amostras deverão aumentar com a privatização, enquanto que o emprego e o endividamento deverão diminuir. No entanto, estes indicadores de desempenho deverão ser mais favoráveis para a subamostra de empresas inseridas em mercados concorrenciais do que para a subamostra das empresas que operam em mercados ditos pouco concorrenciais.

Os resultados da análise apresentam-se no Quadro 5.5 e a sua síntese consta do Quadro 5.6. A subamostra de empresas concorrenciais evidência variações significativas em todos

Quadro 5.5

Síntese dos Resultados para as Sub-Amostras das Empresas Inseridas em

Mercados muito Concorrenciais versus pouco Concorrenciais

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Varição da Média (%)	Estatística de Wilcoxon para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade Oper. das vendas							
Concorrencial	10	0,045 [0,0198]	0,1356 [0,1134]	0,0907 [0,1073]	201,3	4 (a)	80
Não Concorrencial	6	0,1877 [0,2093]	0,1887 [0,1573]	0,001 [0,0166]	0,5	5 (d)	80
Eficiência operativa							
Eficiência das Vendas							
Concorrencial	14	0,8085 [0,4829]	1,3832 [1,3144]	0,5746 [0,4829]	71,1	0 (a)	100
Não Concorrencial	6	0,8365 [0,8381]	1,2539 [1,2251]	0,4174 [0,3367]	49,9	0 (a)	100
Despesas de Investimento							
Investimento / Vendas							
Concorrencial	5	0,0657 [0,0384]	0,1319 [0,0787]	0,0662 [0,0449]	100,8	0 (a)	100
Não Concorrencial	4	0,2612 [0,2185]	0,2027 [0,1826]	-0,0585 [-0,016]	-22,4	3 (d)	25
Vendas Reais							
Concorrencial	14	0,8385 [0,8171]	1,1984 [1,1334]	0,3598 [0,2421]	42,9	0 (a)	100
Não Concorrencial	6	0,8575 [0,853]	1,1754 [1,1639]	0,3179 [0,2482]	37,1	0 (a)	100
Emprego							
Concorrencial	14	2897 [1605]	2465 [1497]	-432 [-300]	-14,9	5 (a)	92,8
Não Concorrencial	6	5344 [2087]	4979 [1409]	-365 [-78]	-6,8	4 (c)	83,3
Endividamento							
Passivo / Activo							
Concorrencial	14	0,7774 [0,8096]	0,7405 [0,8037]	-0,037 [-0,0143]	-4,7	52 (d)	50
Não Concorrencial	6	0,4808 [0,4832]	0,4779 [0,4587]	-0,0028 [-0,046]	-0,6	8 (d)	66,7
Dividendos							
Dividendos / Vendas							
Concorrencial	12	0,0139 [0,002]	0,0456 [0,0164]	0,0317 [0,0134]	228,1	15 (b)	75
Não Concorrencial	5	0,0324 [0,0156]	0,0593 [0,0611]	0,0269 [0,0422]	83,0	0 (a)	100

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Nota: Os cálculos detalhados que deram origem a este quadro de síntese, devido à sua dimensão, não se anexam. No entanto, serão disponibilizados a pedido

os indicadores conforme previsto, com excepção do endividamento em que a redução verificada não é estatisticamente significativa. A subamostra de empresas não concorrenciais só apresenta variações significativas para os indicadores da eficiência operativa, output, emprego e dividendos, sendo que o seu nível é sempre inferior ao das empresas incluídas na subamostra concorrencial.

Quadro 5.6
Empresas em Mercados Concorrenciais versus não Concorrenciais
Variação das Médias antes e depois da Privatização

	Concorrenciais %		Não Concorrenciais %	
Rendibilidade Operativa das Vendas	201,3	(a)	0,5	(d)
Eficiência Operativa	71,1	(a)	49,9	(a)
Despesas de Investimento	100,8	(a)	-22,4	(d)
Vendas Reais	42,9	(a)	37,1	(a)
Emprego	-14,9	(a)	-6,8	(c)
Endividamento	-4,7	(d)	-0,6	(d)
Dividendos	228,1	(b)	83,0	(a)

- (a) Nível de significância de 1 %
- (b) Nível de significância de 5 %
- (c) Nível de significância de 10 %
- (d) Sem significância

Por exemplo, na subamostra das empresas em mercados concorrenciais, em termos de médias, a rendibilidade operacional das vendas, cresceu cerca de 200 %, as despesas de investimento aumentaram 100 %, o emprego decresceu quase 15 % e os dividendos aumentaram 228 %, enquanto que na subamostra não concorrencial a rendibilidade operacional das vendas praticamente não teve qualquer evolução, as despesas de investimento, pelo contrário, decresceram mais de 20 %, a redução do emprego limitou-se a 6,8 % e a variação dos dividendos ficou-se a um nível ligeiramente inferior à terça parte do verificado com a outra subamostra.

Empresas com estrutura accionista concentrada versus não concentrada

A razão de ser desta distinção entre empresas com estrutura de propriedade de capital concentrada e não concentrada está associada com o princípio básico da teoria dos direitos de propriedade que estabelece que o incentivo para o controle de gestão com vista à eficiência e à obtenção do lucro é maior nas organizações onde estão claramente identificados e definidos os titulares desses direitos de propriedade. Claramente, não

restam dúvidas que numa empresa com um só dono, ou maioritariamente controlada por um só dono isolado ou em associação, não se verificam os problemas de agência normalmente identificados nas empresas com estruturas accionistas muito dispersas, nas quais a separação entre a propriedade das acções e a gestão é evidente.

Deste modo, pode-se prever que, em termos médios e globalmente, as empresas com estruturas de propriedade de capital concentrado deverão ter um desempenho significativamente superior ao das empresas com capital mais disperso. Assim e com o objectivo de testar esta hipótese dividiu-se a amostra global de empresas em duas sub-amostras, de acordo com o grau de concentração da sua estrutura de accionistas. Para o efeito considerou-se que as empresas teriam estrutura accionista concentrada quando um accionista isolado ou em cadeia detivesse mais de 50 % do capital, excepto no caso em que esse accionista, sendo ele próprio uma sociedade, não tivesse uma estrutura accionista concentrada. Contrariamente constituiriam a subamostra de empresas com estrutura accionista não concentrada, as empresas que não estivessem sujeitas à condição anterior.

Em termos genéricos também se prevê que os indicadores das duas sub-amostras tenham uma evolução favorável, ou seja, a rendibilidade, a eficiência operativa, o investimento, o output, e os dividendos deverão ter uma variação positiva e o emprego e o endividamento uma variação negativa. Em termos mais específicos pode-se prever que as empresas com capital mais concentrado deverão apresentar indicadores de desempenho com uma variação mais favorável e mais significativa que as empresas com capital menos concentrado, com excepção dos dois indicadores ligados à política financeira: o endividamento e os dividendos. Efectivamente, espera-se, por um lado, que a subamostra de empresas com capital concentrado apresente uma variação da rendibilidade, da eficiência operativa, do investimento, do output e do emprego superior à subamostra de empresas com capital não concentrado. Por outro lado, e contrariamente à previsão anterior, a variação do endividamento e dos dividendos deverá ser maior na subamostra de empresas de capital não concentrado. O suporte teórico deste último argumento está relacionado com o papel dos dividendos e das emissões de acções enquanto estratégias de gestão desenvolvidas pelos gestores (na sua função de agentes) em direcção dos seus accionistas (os principais). Isto significa que, numa situação de empresas cotadas em bolsa, as empresas onde se verificam

relações de agência (normalmente as de capital menos concentrado) terão tendência a pagar mais dividendos e a emitir mais acções, recorrendo, conseqüentemente, menos a capital alheio. Assim, no que respeita ao indicador do endividamento as empresas com capital menos concentrado deverão apresentar uma variação negativa mais pronunciada.

Os elementos constantes dos Quadros 5.7 e 5.8 descrevem as principais conclusões que sobre esta matéria se podem tirar. Com excepção do investimento para a subamostra de empresas com capital não concentrado (variação não significativa), todos os restantes indicadores mostram uma evolução de acordo com o previsto. Assinale-se que, ressalvando o caso do endividamento para a subamostra de capital concentrado, todos os restantes indicadores apresentam variações significativas do ponto de vista estatístico.

Quadro 5.8

**Empresas com Estrutura Accionista Concentrada versus não Concentrada
Variação da Médias antes e depois da Privatização**

	Concentrada %	Não Concentrada %
Rendibilidade Operativa das Vendas	118,3 (b)	22,9 (c)
Eficiência Operativa	78,9 (a)	47,7 (a)
Despesas de Investimento	65,5 (c)	-9,1 (d)
Vendas Reais	51,2 (a)	29 (a)
Emprego	-14,2 (a)	-9,5 (b)
Endividamento	-2,2 (d)	-6,3 (b)
Dividendos	107,5 (c)	267,5 (a)

- (a) Nível de significância de 1 %
- (b) Nível de significância de 5 %
- (c) Nível de significância de 10 %
- (d) Sem significância

As diferenças de evolução mais significativas situam-se ao nível dos indicadores da rendibilidade operacional das vendas e dos dividendos. A média (mediana) deste primeiro indicador passou de 0,0777 (0,0489) para 0,1696 (0,155) no pós privatização significando um acréscimo de cerca de 118 % para as empresas de capital concentrado, ao passo que para a outra subamostra passou de 0,1095 (0,0877) para 0,1346 (0,1055), denotando um acréscimo muito mais inferior, na casa dos 23 %. Relativamente ao indicador de dividendos (dividendos/vendas) a variação é mais significativa e favorável para o conjunto das empresas de capital não concentrado. Para estas empresas a variação percentual deste

Quadro 5.7

Síntese dos Resultados para as Sub-Amostras com Estrutura

Accionista Concentrada versus não Concentrada

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Variação da Média (%)	Estatística de Wilcoxon para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade Oper. das vendas							
Concentrada	8	0,0777 [0,0489]	0,1696 [0,1550]	0,0919 [0,1053]	118,3	4 (b)	87,5
Não Concentrada	7	0,1095 [0,0877]	0,1346 [0,1055]	0,0252 [0,0178]	22,9	6 (c)	71,4
Eficiência operativa							
Eficiência das Vendas							
Concentrada	11	0,8027 [0,7806]	1,4363 [1,3685]	0,6336 [0,5467]	78,9	0 (a)	100
Não Concentrada	9	0,8342 [0,8353]	1,232 [1,1826]	0,3977 [0,3468]	47,7	0 (a)	100
Despesas de Investimento							
Investimento / Vendas							
Concentrada	4	0,0744 [0,0535]	0,1231 [0,0721]	0,0487 [0,0382]	65,5	1 (c)	75
Não Concentrada	5	0,2151 [0,1748]	0,1955 [0,1684]	-0,0196 [0,0101]	-9,1	7 (d)	60
Vendas Reais							
Concentrada	11	0,8392 [0,8183]	1,2691 [1,1598]	0,4299 [0,2886]	51,2	0 (a)	100
Não Concentrada	9	0,8503 [0,8461]	1,0966 [1,1478]	0,2463 [0,2312]	29,0	0 (a)	100
Emprego							
Concentrada	11	2625 [1607]	2253 [1390]	-371 [-291]	-14,2	4 (a)	90,9
Não Concentrada	9	4861 [1602]	4399 [1428]	-461 [-129]	-9,5	9 (b)	88,9
Endividamento							
Passivo / Activo							
Concentrada	11	0,7349 [0,8391]	0,7188 [0,8024]	-0,0162 [0,0142]	-2,2	24 (d)	36,4
Não Concentrada	9	0,6316 [0,6987]	0,5919 [0,7378]	-0,0397 [-0,0393]	-6,3	9 (b)	77,8
Dividendos							
Dividendos / Vendas							
Concentrada	9	0,0265 [0,0156]	0,055 [0,0468]	0,0285 [0,0141]	107,5	10 (c)	77,8
Não Concentrada	8	0,012 [0]	0,0441 [0,0425]	0,0321 [0,0347]	267,5	1 (a)	87,5

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Nota: Os cálculos detalhados que deram origem a este quadro de síntese, devido à sua dimensão, não se anexam. No entanto, serão disponibilizados a pedido

indicador atinge um nível de cerca de 2,5 vezes superior ao das empresas com capital concentrado. Tomando o outro indicador da evolução dos dividendos (dividendos/resultados líquidos) obter-se-ia a mesma conclusão e com idênticos níveis de significância.

Empresas privatizadas totalmente num único ano versus privatizadas parcialmente ou por fases

A divisão das empresas privatizadas nestas duas sub-amostras tem em vista determinar se existem diferenças de desempenho que resultem principalmente do facto de a privatização ainda se não ter concluído (privatizações parciais) e de ter sido conduzida por várias fases que se tenham prolongado por mais de um ano. De acordo com a teoria económica já assinalada, existem fortes razões para se pensar que a reestruturação e reorganização empresarial ocorra mais rapidamente nas empresas privatizadas totalmente do que nas privatizadas parcialmente e também nas que o tenham sido num curto espaço de tempo (por exemplo, um ano) do que nas que o tenham sido por fases que se podem prolongar por vários anos.

Consequentemente, é de prever que o desempenho das empresas privatizadas totalmente e num curto espaço de tempo tenha uma evolução superior ao das empresas privatizadas parcialmente ou por fases. Assim, espera-se que as variações da rendibilidade, da eficiência operativa, do investimento, do output, do emprego, do endividamento e dos dividendos sejam superiores para as empresas privatizadas totalmente do que para as privatizadas parcialmente ou por fases.

Embora os resultados das duas sub-amostras corroborem, de um modo geral, as conclusões da amostra global, não evidenciam sinais claros da supremacia de uma subamostra sobre a outra. Na realidade, a evolução do desempenho das empresas privatizadas totalmente é superior no investimento e no emprego e inferior na rendibilidade operacional das vendas e nos dividendos. Nos restantes indicadores (eficiência operativa, output e endividamento) as diferenças podem considerar-se não significativas.

Uma das explicações que se pode apontar para estes resultados assenta na consideração de que nas empresas privatizadas parcialmente ou por fases, o objectivo essencial do governo

não será tanto a procura da eficiência económica enquanto tal mas sim a maximização da receita a obter com a venda das acções, sendo que para tal se torna necessário o desenvolvimento de estratégias de gestão que conduzam a bons resultados e indicadores de desempenho e que sejam sinais da atractividade dos títulos para os mercados, de modo a garantirem o sucesso das vendas subsequentes.

Quadro 5.10

Empresas Privatizadas Totalmente e de uma só vez versus Empresas Privatizadas Parcialmente ou por Fases

Variação das Médias antes e depois da Privatização

	Priv. Total %	Priv. Parcial %
Rendibilidade Operativa das Vendas	49,8 (b)	84,9 (c)
Eficiência Operativa	69,5 (a)	57 (a)
Despesas de Investimento	39,9 (c)	-9,7 (d)
Vendas Reais	42,2 (a)	39,5 (a)
Emprego	-15,9 (a)	-9,1 (b)
Endividamento	-3,8 (d)	-4 (d)
Dividendos	88,1 (c)	286,3 (a)

- (a) Nível de significância de 1 %
- (b) Nível de significância de 5 %
- (c) Nível de significância de 10 %
- (d) Sem significância

Este argumento encontra principalmente apoio na evolução dos indicadores da rendibilidade e dos dividendos, dois dos aspectos mais considerados pelos mercados, tanto na perspectiva dos analistas como na dos investidores. De facto para a subamostra das empresas privatizadas totalmente, (ver Quadros 5.9 e 5.10), a média (mediana) da rendibilidade operacional das vendas evoluiu de 0,0949 (0,0743) para 0,1422 (0,1049), implicando uma variação de cerca de 50 %, enquanto que para a subamostra das empresas privatizadas parcialmente, a média (mediana) passou de 0,0898 (0,0377) para 0,166 (0,1573), significando uma variação de cerca de 85 %, muito superior aos 50 % da outra subamostra. Relativamente aos dividendos a superioridade da subamostra das empresas privatizadas parcialmente ou por fases é ainda maior, visto que a variação do indicador dividendos/vendas atinge 286 % enquanto que para a outra subamostra se fica pelos 88 %.

Quadro 5.9

Síntese dos Resultados para as Sub-Amostras das Empresas Privatizadas Totalmente
e de uma só vez versus Parcialmente ou por Fases

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Varição da Média (%)	Estatística de Wilcoxon para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade Oper. das vendas							
Totalmente	8	0,0949 [0,0743]	0,1422 [0,1049]	0,0473 [0,0328]	49,8	5 (b)	87,5
Parcialmente	7	0,0898 [0,0377]	0,166 [0,1573]	0,0761 [0,0905]	84,9	5 (c)	71,4
Eficiência operativa							
Eficiência das Vendas							
Totalmente	12	0,827 [0,8084]	1,4015 [1,3181]	0,5745 [0,4829]	69,5	0 (a)	100
Parcialmente	8	0,8018 [0,7663]	1,2586 [1,2293]	0,4568 [0,3524]	57,0	0 (a)	100
Despesas de Investimento							
Investimento / Vendas							
Totalmente	5	0,0928 [0,0732]	0,1298 [0,0787]	0,037 [0,0315]	39,9	3 (c)	60
Parcialmente	4	0,2273 [0,1637]	0,2053 [0,1914]	-0,022 [0,0255]	-9,7	4 (d)	75
Vendas Reais							
Totalmente	12	0,8586 [0,8387]	1,2208 [1,1154]	0,3622 [0,2348]	42,2	0 (a)	100
Parcialmente	8	0,8228 [0,8064]	1,1475 [1,1862]	0,3248 [0,2521]	39,5	0 (a)	100
Emprego							
Totalmente	12	1978 [1511]	1663 [1290]	-316 [-178]	-15,9	6 (a)	91,7
Parcialmente	8	6110 [4012]	5554 [3923]	-556 [-380]	-9,1	6 (b)	87,5
Endividamento							
Passivo / Activo							
Totalmente	12	0,6805 [0,7602]	0,6545 [0,7559]	-0,026 [-0,0082]	-3,8	33 (d)	50
Parcialmente	8	0,7003 [0,7226]	0,6725 [0,7714]	-0,0278 [-0,0354]	-4,0	11 (d)	62,5
Dividendos							
Dividendos / Vendas							
Totalmente	10	0,0226 [0,0134]	0,0425 [0,0277]	0,0199 [0,02]	88,1	12 (c)	80
Parcialmente	7	0,0161 [0]	0,0622 [0,0611]	0,0461 [0,0428]	286,3	1 (a)	85,7

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Nota: Os cálculos detalhados que deram origem a este quadro de síntese,
devido à sua dimensão, não se anexam. No entanto, serão disponibilizados
a pedido

Variação na composição dos conselhos de administração

Com a privatização e consequente mudança de propriedade do capital das empresas, deram-se substanciais alterações na composição dos conselhos de administração. Em relação à amostra global, verifica-se que 80% das empresas alteraram em mais de 50 % a composição dos seus conselhos de administração. De acordo com diversos autores, as alterações profundas dos conselhos de administração das empresas privatizadas significam tanto um forte sinal para os mercados de mudar a estratégia e direcção da empresa como a necessidade de remover os constrangimentos de recursos humanos, ao nível da gestão de topo, muitas vezes associados aos processos de reestruturação e transformação. Deste modo, pode-se prever que o grupo de empresas com grandes variações na composição dos conselhos de administração tenha um desempenho superior ao da subamostra de empresas com variações menores.

Quadro 5.12

**Empresas com Mudanças de Composição dos Conselhos de Administração > 50 %
versus Mudanças < 50 %**

Variação Média antes e depois da Privatização

	Mudança CA>50 % %		Mudança CA<50 % %	
Rendibilidade Operativa das Vendas	74,1	(b)	-	-
Eficiência Operativa	72,1	(a)	31,7	(a)
Despesas de Investimento	-4,5	(d)	-	-
Vendas Reais	46	(a)	19,9	(a)
Emprego	-13,4	(a)	-8,7	(a)
Endividamento	-1,8	(d)	-8,2	(a)
Dividendos	105,4	(b)	775,0	(a)

- (a) Nível de significância de 1 %

- (b) Nível de significância de 5 %

- (c) Nível de significância de 10 %

- (d) Sem significância

Para o efeito procedeu-se à divisão da amostra global das vinte empresas em dois grupos: a subamostra de empresas em que se verificaram variações da composição do Conselho de administração em mais de 50 % e a subamostra com mudanças inferiores a 50 %. Os resultados obtidos constam dos Quadros 5.11 e 5.12. Embora a dimensão da amostra de

Quadro 5.11

Síntese dos Resultados para as Sub-Amostras de Empresas Privatizadas com Mudanças do Conselho de Administração > 50 % versus Mudanças < 50 %

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Variação da Média (%)	Estatística de Wilcoxon para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade Oper. das vendas							
Mudanças > 50 %	12	0,0826 [0,0517]	0,1438 [0,114]	0,0612 [0,0328]	74,1	14 (b)	75
Mudanças < 50 %		- -	- -	- -		-	-
Eficiência operativa							
Eficiência das Vendas							
Mudanças > 50 %	16	0,8317 [0,8181]	1,431 [1,3606]	0,5993 [0,5584]	72,1	0 (a)	100
Mudanças < 50 %	4	0,7578 [0,7498]	0,9978 [0,9968]	0,24 [0,228]	31,7	0 (a)	100
Despesas de Investimento							
Investimento / Vendas							
Mudanças > 50 %	7	0,1494 [0,0732]	0,1427 [0,0787]	-0,0067 [0,0101]	-4,5	10 (d)	57,1
Mudanças < 50 %		- -	- -	- -		-	-
Vendas Reais							
Mudanças > 50 %	16	0,8572 [0,8248]	1,2519 [1,2023]	0,3947 [0,2769]	46,0	0 (a)	100
Mudanças < 50 %	4	0,7922 [0,7896]	0,9498 [0,9398]	0,1575 [0,1502]	19,9	0 (a)	100
Emprego							
Mudanças > 50 %	16	2574 [1605]	2229 [1409]	-344 [-273]	-13,4	20 (a)	87,5
Mudanças < 50 %	4	7861 [3845]	7178 [3391]	-683 [-454]	-8,7	0 (a)	100
Endividamento							
Passivo / Activo							
Mudanças > 50 %	16	0,6907 [0,7433]	0,6712 [0,7671]	-0,0195 [0,0081]	-2,8	61 (d)	43,75
Mudanças < 50 %	4	0,6796 [0,7165]	0,6237 [0,6671]	-0,0559 [-0,0494]	-8,2	0 (a)	100
Dividendos							
Dividendos / Vendas							
Mudanças > 50 %	13	0,0241 [0,0111]	0,0495 [0,0428]	0,0254 [0,0141]	105,4	16 (b)	76,9
Mudanças < 50 %	4	0,006 [0]	0,0525 [0,0517]	0,0465 [0,0425]	775,0	0 (a)	100

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Nota: Os cálculos detalhados que deram origem a este quadro de síntese, devido à sua dimensão, não se anexam. No entanto, serão disponibilizados a pedido

empresas com mudanças inferiores a 50% não forneça dados para dois dos indicadores (rendibilidade operacional das vendas e despesas de investimento), a conclusão principal que se pode tirar é que em relação à eficiência operativa, ao output e ao emprego, a subamostra com mudança maior que 50% apresenta níveis de desempenho superiores aos da subamostra com mudança menor que 50%, e em relação ao endividamento e dividendos a superioridade está associada com pequenas mudanças de composição dos conselhos de administração.

Estes resultados são de algum modo idênticos aos obtidos com a análise da divisão da amostra global nas sub-amostras com estrutura accionista concentrada e não concentrada. Na verdade existe, por um lado, alguma similaridade entre as conclusões das sub-amostras capital concentrado e mudanças nos conselhos de administração maiores que 50 % e, por outro, entre as sub-amostras capital não concentrado e fracas mudanças nos conselhos de administração. É compreensível que assim seja, na medida em que em todas as empresas com elevada concentração de capital se verificaram mudanças significativas nas administrações e em algumas das empresas com fraca concentração de capital essas alterações não foram significativas.

Mudança do Presidente do conselho de administração

Os dados da amostra global das empresas privatizadas que têm vindo a ser objecto de análise neste estudo indicam que em 14 empresas (70 %) se verificou a mudança do Presidente do respectivo Conselho de Administração⁵⁸. Normalmente esta mudança está associada com estruturas accionistas concentradas e com variações substanciais na composição dos conselhos. Tendo em conta a importância do factor humano na gestão de topo dos processos de reestruturação e transformação das empresas, pode-se esperar que as empresas que mudaram o seu Presidente venham a apresentar melhores indicadores de desempenho depois da privatização do que as empresas que não operaram essa mudança⁵⁹.

⁵⁸ Só se consideram as mudanças de presidente verificadas nos anos seguintes ao início da privatização.

⁵⁹ De acordo com D'Souza and Megginson (1999)

Os resultados da análise das duas sub-amostras mudança versus permanência dos Presidentes dos conselhos de Administração constam dos Quadros 5.13 e 5.14.

Quadro 5.14
Empresas com Mudança versus Permanência do Presidente do Conselho de Administração
Variação Média antes e depois da Privatização

	Mudança do Presidente %	Permanência do Presidente %
Rendibilidade Operativa das Vendas	110,3 (a)	21,8 (c)
Eficiência Operativa	68,3 (a)	57,8 (a)
Despesas de Investimento	64,4 (b)	-11,7 (d)
Vendas Reais	37 (a)	49,2 (a)
Emprego	-17,8 (a)	-5,5 (c)
Endividamento	-2,7 (d)	-6,7 (c)
Dividendos	119,7 (c)	225,5 (a)

- (a) Nível de significância de 1 %
- (b) Nível de significância de 5 %
- (c) Nível de significância de 10 %
- (d) Sem significância

As conclusões que se podem tirar apontam globalmente no mesmo sentido das que se retiram quer com a análise das variações da composição dos conselhos quer com a análise relacionada com a concentração da estrutura accionista. Na verdade, as empresas que operaram a mudança do Presidente apresentam uma evolução mais favorável da rendibilidade operacional das vendas, da eficiência operativa, do investimento e do emprego, enquanto que a subamostra que não operou aquela mudança denota variações mais favoráveis e significativas no output, no endividamento e nos dividendos.

Excluindo da análise os indicadores que reflectem a política e estratégia financeira (endividamento e dividendos), que não são directamente relacionados com a eficiência, parece evidente que são as empresas que passaram pela mudança de Presidente que evidenciam uma evolução de desempenho acrescida no pós privatização.

Quadro 5.13

Síntese dos Resultados para as Sub-Amostras das Empresas Privatizadas com Mudança
versus Permanência do Presidente do Conselho de Administração

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Variação da Média (%)	Estatística de Wilcoxon para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade Oper. das vendas							
Mudança	10	0,0687 [0,0349]	0,1445 [0,1134]	0,0758 [0,065]	110,3	6 (a)	80
Permanência	5	0,1403 [0,1738]	0,1709 [0,1573]	0,0306 [0,0178]	21,8	3 (c)	80
Eficiência operativa							
Eficiência das Vendas							
Mudança	13	0,813 [0,7806]	1,3679 [1,3685]	0,555 [0,57]	68,3	0 (a)	100
Permanência	7	0,8243 [0,8143]	1,3006 [1,099]	0,4764 [0,3089]	57,8	0 (a)	100
Despesas de Investimento							
Investimento / Vendas							
Mudança	5	0,0677 [0,0384]	0,1113 [0,0654]	0,0436 [0,0315]	64,4	1 (b)	80
Permanência	4	0,2587 [0,2185]	0,2285 [0,1914]	-0,0303 [0,0084]	-11,7	5 (d)	50
Vendas Reais							
Mudança	13	0,8577 [0,8183]	1,1749 [1,1598]	0,3171 [0,2453]	37,0	0 (a)	100
Permanência	7	0,8191 [0,8461]	1,2223 [1,1478]	0,4031 [0,2312]	49,2	0 (a)	100
Emprego							
Mudança	13	2657 [1607]	2185 [1390]	-472 [-308]	-17,8	5 (a)	92,3
Permanência	7	5440 [1572]	5140 [1428]	-300 [-129]	-5,5	6 (c)	85,7
Endividamento							
Passivo / Activo							
Mudança	13	0,7415 [0,7801]	0,7217 [0,7933]	-0,0197 [0,0142]	-2,7	32 (d)	38,5
Permanência	7	0,59 [0,6005]	0,5502 [0,5632]	-0,0398 [-0,0547]	-6,7	6 (c)	85,7
Dividendos							
Dividendos / Vendas							
Mudança	10	0,0233 [0,0098]	0,0512 [0,0298]	0,0279 [0,0134]	119,7	13 (c)	70
Permanência	7	0,0149 [0]	0,0485 [0,0428]	0,0336 [0,0422]	225,5	0 (a)	100

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Nota: Os cálculos detalhados que deram origem a este quadro de síntese,
devido à sua dimensão, não se anexam. No entanto, serão disponibilizados
a pedido

5.5. Comparação com os resultados de estudos para amostras de empresas de diversos países

De acordo com a literatura revista no Capítulo 2 existem três estudos amplamente citados na diversa literatura sobre desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas que por terem usado a mesma metodologia permitem que se proceda, por um lado, ao cálculo da média dos resultados globais conjuntos para cada indicador e, por outro, que se possam comparar com as conclusões do presente estudo.

Os estudos em questão são os de Megginson *et al* (1994) que examina uma amostra de empresas privatizadas entre 1961 e 1989, Boubakri and Cosset (1998) para privatizações ocorridas entre 1980 e 1992 e D'Souza and Megginson (1999) para privatizações dos anos 90 (1992 e 1996)⁶⁰. Globalmente estes três estudos examinam 211 empresas de 42 países abarcando pelo menos 56 diferentes sectores de actividade. Aproximadamente metade das empresas são de 26 países desenvolvidos⁶¹ e a outra metade de 16 países em vias de desenvolvimento.

Conforme já se referiu e se comprova pela análise dos elementos constantes do Quadro 5.15, estes três estudos permitem tirar conclusões altamente consistentes sobre o impacto da privatização na evolução da rendibilidade, da eficiência, do output, do endividamento e dos dividendos das empresas. Relativamente ao emprego e investimento, as conclusões não têm tanta consistência do ponto de vista estatístico. Os resultados obtidos, neste estudo, com a amostra de 20 empresas portuguesas também apresentam elevada consistência com excepção para o indicador do investimento e do endividamento.

⁶⁰ Tenha-se presente que estudo trata uma amostra significativa de empresas portuguesas privatizadas entre 1989 e 1995

⁶¹ Assinale-se que dessa amostra constam 16 empresas privatizadas em Portugal. Mais de metade da amostra global reparte-se pelo sector financeiro (36 empresas), electricidade (30), telecomunicações (22), petróleos (14) e transportes aéreos (11).

Quadro 5.15

Síntese dos Resultados para os três Estudos de Âmbito Internacional

	N	Média Antes [Mediana]	Média Depois [Mediana]	Média das Diferenças [Mediana]	Varição da Média (%)	Estatística - Z para diferenças nas Medianas	Proporção de empresas com evolução conforme previsto (%)
Rendibilidade							
Megginson <i>et al</i> (1994)	55	0,0552 [0,0442]	0,0799 [0,0611]	0,0249 [0,0140]	44,7	3,15 (a)	69,1
Boubakri and Cosset (1998)	78	0,0493 [0,046]	0,1098 [0,0799]	0,0608 [0,0181]	122,7	3,16 (a)	62,8
D'Souza and Megginson (1999)	85	0,14 [0,05]	0,17 [0,08]	0,03 [0,03]	21,4	3,92 (a)	71
Média ponderada	218	0,0862	0,1257	0,0396	45,8		67,6
Eficiência operativa							
Megginson <i>et al</i> (1994)	51	0,956 [0,942]	1,062 [1,055]	0,1064 [0,1157]	11,1	3,66 (a)	85,7
Boubakri and Cosset (1998)	56	0,9224 [0,9056]	1,1703 [1,1265]	0,2479 [0,2414]	26,9	4,79 (a)	80,4
D'Souza and Megginson (1999)	63	1,02 [0,87]	1,23 [1,16]	0,21 [0,29]	20,6	4,87 (a)	79
Média ponderada	170	0,9686	1,1599	0,1914	19,8		81,5
Despesas de Investimento							
Megginson <i>et al</i> (1994)	43	0,1169 [0,0668]	0,1689 [0,1221]	0,0521 [0,0159]	44,5	2,35 (b)	67,4
Boubakri and Cosset (1998)	48	0,1052 [0,0649]	0,2375 [0,1043]	0,1322 [0,0137]	125,8	2,38 (b)	62,5
D'Souza and Megginson (1999)	69	0,18 [0,11]	0,17 [0,10]	-0,01 [-0,01]	-5,6	-0,8	55
Média ponderada	160	0,1405	0,19	0,0493	35,2		60,6
Output							
Megginson <i>et al</i> (1994)	57	0,899 [0,89]	1,14 [1,105]	0,241 [0,19]	26,8	4,77 (a)	75,4
Boubakri and Cosset (1998)	78	0,9691 [0,9165]	1,22 [1,123]	0,253 [0,1892]	25,9	5,19 (a)	75,6
D'Souza and Megginson (1999)	85	0,93 [0,76]	2,7 [1,86]	1,76 [1,11]	190,3	7,30 (a)	88
Média ponderada	220	0,9358	1,7711	0,8321	89,3		80,3
Emprego							
Megginson <i>et al</i> (1994)	39	40850 [19360]	43200 [23720]	2346 [276]	5,8	0,96	64,1
Boubakri and Cosset (1998)	57	10672 [3388]	10811 [3745]	139 [104]	1,3	1,48	57,9
D'Souza and Megginson (1999)	66	22941 [9876]	22136 [9106]	-805 [-770]	-3,5	-1,62	36
Média ponderada	162	22936	23222	286	1,2		49,5
Endividamento							
Megginson <i>et al</i> (1994)	53	0,6622 [0,7039]	0,6379 [0,6618]	-0,0243 [-0,0234]	-3,7	-2,41 (b)	71,7
Boubakri and Cosset (1998)	65	0,5495 [0,5575]	0,4986 [0,4789]	-0,0508 [-0,0162]	-9,3	-2,48 (b)	63,1
D'Souza and Megginson (1999)	72	0,29 [0,26]	0,23 [0,18]	-0,06 [-0,08]	-20,7	-3,08 (a)	67
Média ponderada	190	0,4826	0,4357	-0,0469	-9,7		67
Dividendos							
Megginson <i>et al</i> (1994)	39	0,0128 [0,0054]	0,03 [0,0223]	0,0172 [0,0121]	134,4	4,63 (a)	89,7
Boubakri and Cosset (1998)	67	0,0284 [0,0089]	0,0528 [0,0305]	0,0244 [0,013]	85,9	4,37 (a)	76,1
D'Souza and Megginson (1999)	51	0,015 [0,00]	0,04 [0,02]	0,025 [0,02]	166,7	4,975 (a)	79
Média ponderada	157	0,0202	0,0655	0,0228	224,3		80,4

(a) Nível de significância de 1 %

(b) Nível de significância de 5 %

(c) Nível de significância de 10 %

(d) Sem significância

Fontes: Megginson *et al* (1994), Boubakri and Cosset (1998) e D'Souza and Megginson (1999)

Quadro 5.16

Comparação dos Resultados do Presente Estudo com a Média dos Resultados dos três Estudos de Âmbito Internacional
Variação Média antes e depois da Privatização

	Variação média ponderada de Megginson et al (1994) Boubakri and Cosset (1998) D'Souza and Megginson (1999) %		Variação média do presente estudo %	
Rendibilidade Operativa das Vendas	45,8	(a)	65,7	(a)
Eficiência Operativa	19,8	(a)	64,6	(a)
Despesas de Investimento	35,2	(b)	7,1	(d)
Vendas Reais	89,3	(a)	41,1	(a)
Emprego	1,2	(d)	-11,3	(a)
Endividamento	-9,7	(b)	-3,9	(d)
Dividendos	224,3	(a)	151,0	(a)

- (a) Nível de significância de 1 %
- (b) Nível de significância de 5 %
- (c) Nível de significância de 10 %
- (d) Sem significância

A síntese informativa constante do Quadro 5.16, comparando a variação da evolução das médias dos diversos indicadores antes e depois da privatização permite evidenciar, em primeiro lugar, que relativamente à rendibilidade, eficiência operativa, output e dividendos as conclusões globais são idênticas, isto é, provam-se melhorias significativas nestes indicadores de desempenho no pós privatização. No nosso estudo, a evolução da rendibilidade⁶² e da eficiência⁶³ apresenta um nível superior e o output e os dividendos um nível de evolução inferior relativamente à média dos três estudos⁶⁴. Por exemplo na eficiência operativa, no nosso estudo, a variação das médias antes e depois da privatização quase que atingiu os 65 % (passou de 0,8169 para 1,3444). Em termos de

⁶² Ter presente que no nosso estudo a rendibilidade é medida pelo rácio resultado operacional/vendas e nos três estudos citados se utiliza o resultado líquido/vendas.

⁶³ A grande diferença no comportamento deste indicador deveu-se ao facto de no nosso estudo se provar um significativo decréscimo do número de empregados, enquanto que na amostra dos três estudos de âmbito internacional se verificou, em termos médios, um ligeiro crescimento do factor emprego, embora não seja significativo do ponto de vista estatístico.

⁶⁴ Existem razões que nos podem levar a pensar que as diferenças favoráveis para a amostra de empresas portuguesas estarão, mesmo assim, comparativamente sub-avaliadas, na medida em que, no caso português todas as empresas antes de serem privatizadas foram objecto de reestruturação, com reflexos na subida do nível dos indicadores de desempenho no período de pré privatização, com implicações óbvias na redução do diferencial antes e depois da privatização. Ora, acontece que em diversos países em vias de desenvolvimento se processaram privatizações sem que previamente se tenham reestruturado as empresas.

média ponderada dos três estudos, este mesmo indicador teve uma variação de cerca de 20% (passando de 0,9686 para 1,1599).

Em segundo lugar, detectam-se divergências ao nível dos indicadores do emprego, do investimento e do endividamento. A divergência no endividamento e no investimento é unicamente de significância estatística, visto que no nosso estudo a evolução detectada (ligeira subida do investimento e ligeira descida do endividamento) não tem significância, de acordo com o teste de Wilcoxon. Em relação ao emprego, evidenciam-se, efectivamente, conclusões opostas: uma descida significativa na amostra de 20 empresas portuguesas e uma ligeira subida⁶⁵, sem significância estatística, para a média ponderada dos três estudos de âmbito internacional.

Assinale-se que nos estudos internacionais que têm vindo a ser citados, o único indicador de desempenho que não evidenciou evolução de acordo com a teoria foi precisamente o do emprego. Pelo contrário, no nosso estudo, todos os indicadores apresentam uma variação condizente com a teoria económica exposta.

Uma referência final para a evolução verificada nos pagamentos de dividendos (dividendos/vendas) que no nosso estudo variam cerca de 150 %, enquanto que a média ponderada dos três estudos internacionais indiciam que mais do que triplicaram (variação de 224,3 %). A evolução deste indicador vem confirmar o papel determinante dos dividendos na gestão das relações de agência entre gestores e accionistas das empresas de capital não concentrado⁶⁶.

Em termos de síntese pode-se afirmar que, exceptuando o factor emprego, da comparação dos resultados entre o nosso estudo e a média ponderada dos três estudos de âmbito internacional, se prova a similaridade das conclusões, ou seja, na sequência da privatização, as empresas apresentaram, na maior parte dos casos, significativos acréscimos de rentabilidade, de eficiência, de output, de investimento e de pagamento de dividendos e diminuições do endividamento.

5.6. Conclusão

Este capítulo compara o desempenho financeiro e operativo antes e depois da privatização de uma amostra de 20 empresas portuguesas privatizadas entre 1989 e 1995. A metodologia utilizada baseou-se nos trabalhos de Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri and Cosset (1998)

⁶⁵ Uma das explicações admitidas pelos autores para a ausência de diminuição do emprego na sua amostra de empresas poderá estar relacionada com o facto de se tratarem de empresas inseridas em mercados e sectores de actividade em crescimento de que o crescimento do investimento é um bom indicador.

⁶⁶ A propósito deste debate do papel dos dividendos e da motivação empresarial para o seu pagamento ver o recente e já anteriormente citado estudo de Rafael La Porta *et al* (1999).

e D'Souza and Megginson (1999) e o objectivo principal consistiu em investigar se a privatização das empresas públicas em Portugal conduziu ou não a um aumento dos níveis de desempenho dessas empresas, conforme sugerem as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de agência.

Os resultados a que se chegou com este estudo evidenciam aumentos significativos no pós privatização para os indicadores da rendibilidade, eficiência operativa, output e dividendos e não significativos para o investimento. Por outro lado, documenta-se uma diminuição significativa do emprego e não significativa do endividamento. Globalmente, os resultados obtidos estão de acordo com as previsões e vão de encontro aos princípios teóricos das teorias económicas dos direitos de propriedade, escolha pública e teoria de agência que defendem a superioridade da empresa privada sobre a pública tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.

Dividiu-se a amostra das 20 empresas em diversas sub-amostras em função de certos critérios relacionados com a sua integração em mercados concorrenciais ou não concorrenciais, com a estrutura accionista ser ou não concentrada, com o facto de terem sido privatizadas totalmente num único ano ou parcialmente e por fases, com a variação da composição dos respectivos conselhos de administração e com a mudança ou permanência do seu Presidente de Conselho de Administração. Em termos gerais, a robustez das conclusões tiradas da análise da amostra global confirmam-se através do estudo das sub-amostras e mostram, por outro lado, que as sub-amostras de empresas inseridas em mercados mais concorrenciais, de capital mais concentrado, com maiores variações na composição dos conselhos de administração e com mudança do respectivo Presidente, apresentam melhores níveis de evolução dos indicadores de desempenho do que as sub-amostras de empresas inseridas em mercados menos concorrenciais, de capital mais disseminado, de menores variações na composição dos conselhos de administração e com a permanência do respectivo Presidente, respectivamente.

Finalmente procedeu-se à comparação dos resultados obtidos para a amostra global com a média ponderada dos resultados obtidos nos estudos de âmbito internacional que serviram de base ao presente estudo sendo possível afirmar que, exceptuando, o factor emprego, existe similaridade das conclusões, ou seja, na sequência da privatização, as empresas apresentaram, na maior parte dos casos, significativos acréscimos de rendibilidade, de eficiência, de output, de investimento e de pagamento de dividendos e diminuições do endividamento.

Conclusão

1. As Questões

Na Introdução desta dissertação levantaram-se dois grandes grupos de questões que constituiriam o objecto material deste estudo. Importará, neste momento, proceder a uma rápida revisão dessas questões e tentar determinar quais as respostas que foram obtidas.

O primeiro grupo de questões era de natureza conceptual: Quais os pressupostos teóricos em que assenta a privatização enquanto instrumento de política económica? Qual a relação entre privatização e o desempenho empresarial? Qual o impacto da privatização na gestão interna das empresas? O que é que a investigação empírica tem vindo a concluir sobre o desempenho operativo e financeiro das empresas privatizadas?

Este conjunto de questões está, essencialmente, relacionado com a compreensão dos pressupostos teóricos que apoiam a privatização. Como se viu a questão principal do debate consistiu na identificação dos principais argumentos que defendem a prevalência da propriedade privada sobre a propriedade pública.

O segundo grupo de questões era de natureza aplicada: as empresas portuguesas recentemente privatizadas melhoraram significativamente o seu desempenho operativo e financeiro no pós privatização? Quais os factores que determinam desempenhos operativos e financeiros acrescidos? As empresas portuguesas evidenciam desempenhos diferentes das empresas privatizadas noutros países? Quais foram os resultados e principais impactos na economia decorrentes da privatização das empresas públicas em Portugal?

Este segundo conjunto de problemas está associado com o comportamento empresarial das empresas privatizadas em Portugal e com os resultados e impacto das privatizações na economia portuguesa. A preocupação essencial consistiu na obtenção de respostas através de uma análise aplicada da realidade concreta das empresas recentemente privatizadas em Portugal.

O objectivo básico da investigação visou determinar se a privatização das empresas públicas em Portugal conduziu ou não a um aumento dos seus níveis de desempenho, conforme sugerem as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de agência, que foram revistas no Capítulo 1. Concretamente, o estudo tentou demonstrar se na

sequência da privatização, as empresas aumentaram a rendibilidade, a eficiência operativa, os investimentos, o output e os dividendos, e se reduziram o volume do emprego e o endividamento.

2. Estratégia e metodologia da investigação

A procura de respostas para as questões de natureza conceptual que constituíram a essência da matéria apresentada na Parte I assentou na sua estruturação em três etapas a que corresponderam os três capítulos que a integraram:

- No Capítulo 1 procedeu-se á análise dos princípios e das razões que estão subjacentes à privatização das empresas públicas, tanto em termos teóricos como quanto à evidência empírica. A análise da teoria económica da privatização foi essencial nesse debate, tendo sido revistos os principais argumentos que defendem a prevalência da propriedade privada sobre a propriedade pública: as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e relação de agência.
- No Capítulo 2 apresentou-se uma revisão da literatura sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas a nível internacional. Procurou-se, basicamente, obter conclusões relacionadas com o impacto da privatização no desempenho das empresas, considerando que diferentes enquadramentos geográficos, institucionais, económicos e sócio-políticos podem gerar diferentes impactos, nomeadamente com a privatização em estruturas de mercado concorrenciais e não concorrenciais, com a privatização total ou parcial e em países industrializados ou em vias de desenvolvimento.
- O Capítulo 3 foi dedicado à análise da questão do impacto da privatização na gestão interna das empresas privatizadas. Para além do tema propriamente dito da mudança de propriedade e o seu impacto no ambiente interno das Organizações, procedeu-se a uma revisão das principais diferenças entre a gestão dos sectores público e privado e a relação entre mudança de propriedade e desempenho. Nesta matéria deu-se relevo aos aspectos associados com a estrutura organizacional e com diferentes modos de controle organizacional.

A estratégia para a investigação das questões de natureza aplicada à realidade das privatizações e empresas privatizadas em Portugal passou pelo estudo separado do impacto económico das privatizações no nosso país e pela elaboração de um estudo

empírico sobre o desempenho operativo e financeiro de uma amostra de 20 empresas recentemente privatizadas em Portugal. Toda esta matéria compõe a Parte II desta dissertação que integra os Capítulos 4 e 5.

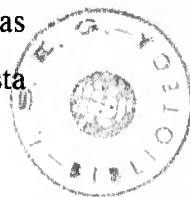


- No Capítulo 4 desenvolveu-se uma análise das privatizações em Portugal, em termos dos seus objectivos, resultados e impacto na economia. Com base na informação pública disponível sobre o processo das privatizações (número de operações e de empresas, e receitas obtidas por empresa e por anos), procedeu-se à elaboração de uma síntese dos seus aspectos mais salientes relacionando-os com a modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional; redução do peso do Estado e da dívida pública na economia; e com o desenvolvimento do mercado de capitais e participação dos cidadãos no processo.
- Capítulo 5 foi consagrado à avaliação do desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas em Portugal, tendo em vista o que a teoria económica, nomeadamente as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de relação de agência, estipulam sobre as diferenças de desempenho, entre empresas públicas e privadas. A metodologia utilizada baseou-se nos principais estudos de âmbito internacional revistos no Capítulo 2 e teve em vista conduzir uma análise comparativa de certos indicadores de desempenho (rendibilidade, eficiência operativa, investimento, output, emprego, endividamento e dividendos) entre os períodos de pré e pós privatização. O estudo assentou na análise de uma amostra de 20 empresas privatizadas com origem na população de 34 empresas directamente privatizadas pelo Estado no período de 1989 a 1995. Os cálculos efectuados referiram-se não só à totalidade da amostra como também às diversas subamostras em que se dividiu a amostra global: mercados concorrenciais ou não concorrenciais; estrutura accionista concentrada ou não concentrada; privatizações totais ou parciais; variação da composição dos conselhos de administração; e mudança ou permanência do presidente do conselho de administração.

3. Principais resultados

3.1 Relativamente às questões de natureza conceptual e em face da investigação e da revisão da literatura, apresentam-se as seguintes conclusões, em termos de síntese.

empírico sobre o desempenho operativo e financeiro de uma amostra de 20 empresas recentemente privatizadas em Portugal. Toda esta matéria compõe a Parte II desta dissertação que integra os Capítulos 4 e 5.



- No Capítulo 4 desenvolveu-se uma análise das privatizações em Portugal, em termos dos seus objectivos, resultados e impacto na economia. Com base na informação pública disponível sobre o processo das privatizações (número de operações e de empresas, e receitas obtidas por empresa e por anos), procedeu-se à elaboração de uma síntese dos seus aspectos mais salientes relacionando-os com a modernização, competitividade e reestruturação sectorial e empresarial e reforço da capacidade empresarial nacional; redução do peso do Estado e da dívida pública na economia; e com o desenvolvimento do mercado de capitais e participação dos cidadãos no processo.
- Capítulo 5 foi consagrado à avaliação do desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas em Portugal, tendo em vista o que a teoria económica, nomeadamente as teorias dos direitos de propriedade, escolha pública e de relação de agência, estipulam sobre as diferenças de desempenho, entre empresas públicas e privadas. A metodologia utilizada baseou-se nos principais estudos de âmbito internacional revistos no Capítulo 2 e teve em vista conduzir uma análise comparativa de certos indicadores de desempenho (rendibilidade, eficiência operativa, investimento, output, emprego, endividamento e dividendos) entre os períodos de pré e pós privatização. O estudo assentou na análise de uma amostra de 20 empresas privatizadas com origem na população de 34 empresas directamente privatizadas pelo Estado no período de 1989 a 1995. Os cálculos efectuados referiram-se não só à totalidade da amostra como também às diversas subamostras em que se dividiu a amostra global: mercados concorrenciais ou não concorrenciais; estrutura accionista concentrada ou não concentrada; privatizações totais ou parciais; variação da composição dos conselhos de administração; e mudança ou permanência do presidente do conselho de administração.

3. Principais resultados

3.1 Relativamente às questões de natureza conceptual e em face da investigação e da revisão da literatura, apresentam-se as seguintes conclusões, em termos de síntese.

Fundamentação teórica das privatizações

- A insatisfação com o desempenho das empresas públicas é um dos principais argumentos para a defesa da privatização tanto nos países industrializados como nos países em vias de desenvolvimento.
- A procura da eficiência é o argumento de carácter económico mais importante em defesa das privatizações. O primado do económico sobre o político é a grande resposta à questão do porquê privatizar, visto que uma empresa pública pode visar uma complexidade de objectivos enquanto que uma empresa privada, tendo em vista, antes de mais, o lucro, tenderá a operar com eficiência nos custos e a maximizar o interesse e necessidades dos clientes. Quanto mais competitivo for o mercado mais pressionada é a empresa a operar com eficiência
- A forma de propriedade das empresas públicas e privadas é uma questão determinante na análise económica e no debate sobre as privatizações. As teorias económicas dos direitos de propriedade, escolha pública e relação de agência fornecem os principais argumentos de apoio à privatização de empresas e serviços públicos.
- Qualquer uma destas três correntes aponta para a superioridade da empresa privada em termos da sua eficiência. O argumento principal da teoria dos direitos de propriedade reside na proposição de que se verifica uma atenuação desses direitos na empresa pública, consequência quer da impossibilidade da transferência dos direitos de propriedade quer da ineficiência do sistema político de controle, conduzindo à inexistência de incentivos para uma gestão efectiva. A abordagem da escolha pública, por seu lado, centra-se na consideração de que os decisores políticos prosseguem a sua própria utilidade em vez do interesse público. A teoria de agência assinala que no sector público, a relação agente-principal é muito mais complexa do que no sector privado, porque, em última instância, o dono dos activos – o principal – é o público em geral, que não tem instrumentos efectivos de controle sobre o comportamento e desempenho dos seus agentes, para além do voto eleitoral, que como é sabido, se tem revelado ineficaz no controle do desempenho económico das empresas públicas.

- Os efeitos da propriedade na eficiência (alocativa e interna) decorrentes da privatização podem resultar das mudanças de comportamentos empresariais associados com a alteração dos incentivos de gestão, e dependem de uma variedade de factores, nomeadamente da discricionariedade da gestão, do poder dos accionistas na definição dos objectivos e do controle de gestão, da concorrência no mercado de produtos, da eficiência do sistema regulador e da avaliação do desempenho pelo mercado de capitais.
- Existe um alargado consenso sobre os benefícios da privatização nos sectores de actividade onde já existe concorrência ou onde é possível a sua promoção no curto prazo. No entanto, o debate sobre as vantagens da privatização de monopólios naturais ou de empresas em presença de importantes externalidades, está longe de estar acabado. Nestes casos, haverá necessidade de se considerarem conjuntamente os efeitos da propriedade, da concorrência e da regulação, porque onde o poder de monopólio for importante, a intervenção governamental é desejável, como garante do bem estar social, e a regulação deverá existir, sendo que os efeitos da privatização de monopólios no bem estar de uma sociedade dependem em muito da forma como os problemas de regulação vierem a ser ultrapassados.
- No debate sobre a alternativa entre empresa pública e empresa privada regulada, o elemento decisivo está relacionado com o grau de importância dos interesses privados (*agenda privada*) dos agentes públicos e políticos. A empresa pública será preferível se a referida *agenda privada* for de pequena dimensão, porque neste caso os interesses da sociedade serão idênticos aos interesses dos agentes públicos, e a empresa privada regulada será desejável quando essa *agenda privada* for significativa.
- Em resumo, e tomando toda a evidência no seu conjunto, não restam dúvidas de que a literatura académica publicada sobre o desempenho relativo das empresas públicas e privadas apoia a hipótese da superioridade da propriedade privada sobre a pública nas empresas, tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.

Desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas

- De um modo global, a evidência apresentada documenta melhorias muito significativas do desempenho financeiro e operativo das empresas como resultado dos seus processos de privatização.
- Para os estudos mais recentes e significativos sobre o desempenho das empresas privatizadas, a rendibilidade, a eficiência operativa, o output (vendas), o investimento e os dividendos das empresas objecto de privatização, passaram por incrementos estatisticamente significativos, de acordo, aliás, com a teoria económica. Por outro lado, o endividamento diminuiu, de acordo, também, com a teoria. A evolução do emprego não foi tão linear, embora se possa dizer que sempre que se verificaram reduções do seu nível, os ganhos de eficiência mais do que compensam essa perda ao nível do bem estar social global das sociedades.
- Na perspectiva da relação da privatização com a estrutura de mercado pode-se concluir que os diversos estudos apontam para que a melhoria do desempenho em geral e os ganhos de eficiência obtidos pelas empresas têm sido socialmente benéficos não resultando primariamente ou mesmo parcialmente da exploração das deficiências de mercado, sendo que os esquemas de regulação adoptados pela maioria dos governos na privatização e liberalização de antigos monopólios têm produzido resultados efectivamente eficientes.
- A evidência em análise não é totalmente concludente no apoio à ideia de que as empresas privatizadas a 100 % beneficiam de um melhor desempenho em comparação com o das empresas privatizadas parcialmente, embora se possa detectar uma ligeira melhoria no desempenho das empresas onde os governos cederam a totalidade dos direitos de voto, visualizada através de uma mais forte significância estatística das variações.
- Do mesmo modo, a principal conclusão que se pode tirar do comportamento das empresas privatizadas em relação à sua integração em países industrializados ou em vias de desenvolvimento, é que globalmente se detectam melhorias significativas nas duas situações, embora a significância estatística da variação de algumas variáveis seja mais forte para os países desenvolvidos.

- Finalmente, conclui-se da importância da concentração da estrutura accionística e das fortes mudanças na composição dos órgãos de gestão de topo, na melhoria significativa do desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas.

Impacto da Privatização na gestão interna das empresas

- Desta revisão da literatura emerge, antes de mais, uma grande conclusão: a da complexidade da relação entre propriedade e desempenho organizacional. Esta complexidade deriva, essencialmente, do facto de a maioria das operações de privatização envolverem não só a transferência de propriedade, mas estarem também associadas com outros factores como sejam a concorrência e a regulação e com as novas estruturas de incentivos decorrentes da introdução destes elementos.
- Uma segunda grande conclusão é que da privatização, envolvendo diversos factores como a propriedade, concorrência, regulação, podem resultar impactos no desempenho das empresas através de respostas organizacionais internas. Esta metodologia de análise centra a sua atenção nas relações organizacionais e de gestão e no ambiente interno das empresas com o objectivo de compreender a natureza da mudança do desempenho após a privatização. Nesta abordagem, a explicação do sucesso ou insucesso, em termos de desempenho empresarial, reside, precisamente, na forma como a gestão das organizações responde às mudanças do ambiente externo (mudanças de propriedade, concorrência, regulação...).
- Uma última conclusão para fazer referência às principais variáveis em que deve assentar a investigação das mudanças organizacionais e de gestão das empresas privatizadas. Trata-se de estudar as alterações que ocorrem, nomeadamente, com a fixação e orientação dos objectivos, com o tipo e estilos de gestão, com as estruturas dos incentivos de gestão, com a gestão das relações laborais, com a escolha da estrutura organizativa, e com o desenvolvimento de novos negócios e internacionalização das actividades. Embora se reconheça que se deva verificar uma grande diversidade de situações relativamente às mudanças organizacionais, visto que cada empresa é um caso diferente, não será difícil de aceitar que em relação aquelas variáveis se possa tipificar um conjunto de alterações geralmente comuns à maioria das empresas objecto.

3.2 Relativamente às questões de natureza aplicada e em face da recolha dos elementos informativos sobre as privatizações em Portugal e do estudo sobre o desempenho das empresas portuguesas privatizadas, formulam-se, em termos de síntese, as seguintes conclusões:

Resultados e Impacto Económico das Privatizações em Portugal

- Em primeiro lugar sublinhar o número significativo de operações e de receita gerada como sendo um dos mais importantes, a nível mundial, em termos do seu peso no PNB, e verificar que as receitas geradas se concentraram nos três últimos anos, não obstante, a privatização da quase totalidade das empresas ter ocorrido até 1995. Esta concentração de receita explica-se pelo facto de terem sido as privatizações de algumas das *utilities* de serviços públicos (maioritariamente efectuadas entre 1995 e 1998) que geraram o maior volume de receita.
- Em segundo lugar reafirmar que, efectivamente, as privatizações têm vindo a desempenhar um papel determinante na modernização, no aumento da competitividade, na reestruturação sectorial e no reforço da capacidade empresarial nacional. Até ao momento, esta reestruturação e reforço da capacidade empresarial tem passado por uma forte concentração da propriedade accionística das empresas privatizadas nas mãos de um número muito limitado de entidades.
- Em terceiro lugar, o peso do Estado na economia nacional foi reduzido de um modo muito significativo. Estima-se que o peso do sector empresarial do Estado em 1997, em relação ao PIB_{cf}, se tenha reduzido para menos de metade do que era no início do processo das privatizações.
- Finalmente, concluir que o mercado de capitais português beneficiou de uma evolução muito positiva que não teria sido possível sem terem ocorrido as privatizações. O número de empresas privatizadas que passaram a estar cotadas, o peso da sua capitalização bolsista e do seu volume de transações são testemunho evidente do desenvolvimento do mercado de capitais nacional ocorrido nos últimos dez anos.

Desempenho Operativo e Financeiro das Empresas Recentemente Privatizadas em Portugal

- Os resultados a que se chegou com este estudo evidenciam aumentos significativos no pós privatização para os indicadores da rendibilidade, eficiência operativa, output e dividendos e não significativos para o investimento. Por outro lado, documenta-se uma diminuição significativa do emprego e não significativa do endividamento. Globalmente, os resultados obtidos estão de acordo com as previsões e vão de encontro aos princípios teóricos das teorias económicas dos direitos de propriedade, escolha pública e teoria de agência que defendem a superioridade da empresa privada sobre a pública tanto em termos de eficiência como em termos de rendibilidade.
- Dividiu-se a amostra das 20 empresas em diversas sub-amostras em função de certos critérios relacionados com a sua integração em mercados concorrenciais ou não concorrenciais, com a estrutura accionista ser ou não concentrada, com o facto de terem sido privatizadas totalmente num único ano ou parcialmente e por fases, com a variação da composição dos respectivos conselhos de administração e com a mudança ou permanência do seu presidente de conselho de administração. Em termos gerais, a robustez das conclusões tiradas da análise da amostra global confirmam-se através do estudo das subamostras e evidenciam, por outro lado, que as subamostras de empresas inseridas em mercados mais concorrenciais, de capital mais concentrado, com maiores variações na composição dos conselhos de administração e com mudança do respectivo presidente, apresentam melhores níveis de evolução dos indicadores de desempenho do que as subamostras de empresas inseridas em mercados menos concorrenciais, de capital mais disseminado, de menores variações na composição dos conselhos de administração e com a permanência do respectivo Presidente.
- Da comparação dos resultados obtidos para a amostra global com a média ponderada dos resultados obtidos nos estudos de âmbito internacional que serviram de base ao presente estudo conclui-se que, exceptuando, o factor emprego, existe similaridade de conclusões, ou seja, na sequência da privatização, as empresas apresentaram, na maior parte dos casos, significativos acréscimos de rendibilidade,

de eficiência, de output, de investimento e de pagamento de dividendos e diminuições do endividamento.

4. Apreciação crítica dos resultados

Em face das naturais limitações de um trabalho deste tipo, considera-se que os resultados obtidos devem ser apreciados com as necessárias cautelas, principalmente porque se reconhece que testar as hipóteses da relação entre a situação de propriedade e o desempenho empresarial apresenta diversos problemas. A complexidade dessa relação, aconselharia a que a análise fosse aprofundada, nomeadamente em função das seguintes questões: (i) qual teria sido a evolução do desempenho das empresas se não tivessem sido privatizadas?; (ii) ter presente que os próprios negócios e actividades das empresas também se podem alterar com a mudança de propriedade; (iii) ter em conta que podem existir efeitos de antecipação no desempenho sobre o momento da mudança de propriedade; (iv) ter presente que só após alguma intervalo de tempo é que, em alguns casos, se manifestam os efeitos da privatização; (v) considerar, inclusive que em alguns sectores antes da privatização a concorrência não era efectiva; (vi) considerar também que as alterações no desempenho poderiam simplesmente reflectir as tendências nacionais.

Por estas razões, uma análise *contra-factual*, questionando os resultados obtidos seria importante. Essa análise poderia ser constituída pela comparação dos resultados do estudo com os indicadores médios dos sectores onde as empresas privatizadas se inserem ou com os indicadores de grupos de referência significativos desses sectores.

Por outro lado, é pertinente não esquecer algumas das críticas ou argumentos que se podem apresentar em oposição à privatização. Como já, por diversas vezes se referiu a concorrência e a estrutura de mercado, podem ser tanto ou mais importantes que a propriedade na determinação do nível de desempenho das empresa. Se o mercado é monopolista, a privatização, só por si, não garante a eficiência. Se os governos introduzirem a concorrência nos mercados e/ou se usarem métodos e incentivos de gestão similares ao do sector privado, poderão obter-se comportamentos e resultados de gestão eficientes nas empresas públicas.

Finalmente, assinale-se também uma crítica relacionada com a metodologia de análise dos efeitos da privatização que se refere ao enviesamento da amostra já referido anteriormente. Este argumento aponta para o facto de que a melhoria do desempenho

das empresas privatizadas não se deve necessariamente a uma melhor gestão dos seus novos proprietários, mas talvez derive do facto de terem sido as melhores empresas a serem privatizadas.

5. Implicações para Investigação Futura

O estudo que ora se conclui, visando em primeiro lugar, objectivos de natureza académica, tem implícito por parte do autor, todo um conjunto de preocupações que resultam não só da sua qualidade de cidadão consciente e preocupado com a afectação eficiente dos recursos e com o bem estar da sociedade em que se insere, mas também da sua actividade profissional de gestão funcional exercida em algumas instituições do sector público nacional.

Nesta perspectiva, teria interesse para o autor, tanto na óptica académica como na do *agente* directamente interessado na melhoria do desempenho das instituições do sector público, poder participar em programas de investigação genericamente subordinados à temática da gestão das empresas e outras instituições públicas e privatizações. Nesta ordem de ideias e a título de exemplo, apresentam-se dois possíveis programas de investigação, um dedicado à investigação da melhoria dos instrumentos de governação das empresas públicas e outro dedicado à investigação empírica do impacto da mudança de situação de propriedade na gestão interna das empresas.

Programa de investigação sobre as melhores práticas da governação das empresas e outras instituições públicas.

Não obstante se ter concluído que a ineficiência de muitas empresas públicas resulta da fraqueza da sua governação empresarial que está associada com o ineficaz acompanhamento e controlo do accionista Estado e que a privatização apresenta vantagens óbvias quando a empresa pública visa primariamente fins comerciais, não obstante se reconheça que muitas vezes as empresas públicas prosseguem também objectivos não comerciais, as empresas e outras instituições públicas continuarão a desempenhar um papel muito importante no nosso país.

Assim, revela-se importante a identificação das melhores práticas para a governação e gestão operativa das empresas públicas. Essa análise pode e deve constituir um programa de investigação cuja pertinência se manifesta de evidente interesse tanto na perspectiva do académico como na do decisor político que incorpore na sua agenda de

interesses o desenvolvimento dos instrumentos de gestão mais eficientes do sector público. Uma abordagem para a análise comparativa da eficiência económica das empresas públicas deve ter presente a emulação dos incentivos das empresas privadas, incluindo uma organização empresarial com sujeição às normas das entidades privadas, criando transparência entre o Estado e os gestores. Nessa análise poderão também ser considerados outros instrumentos de governação empresarial baseados em contratos programa de gestão entre o Estado e os gestores e mesmo a contratação da gestão da empresa ou instituição pública junto do sector privado.

Um programa de investigação deste tipo também poderia abranger outras formas de organização de actividades públicas, como sejam os institutos públicos, fundações e agências públicas e mesmo departamentos governamentais de administração pública directa.

Programa de investigação sobre o impacto das mudanças de situação de propriedade na gestão interna das organizações

O principal argumento a ter em conta num programa de investigação sobre esta temática poderá ser que a explicação da relação entre privatização e desempenho vai para além dos pressupostos implícitos na literatura económica tradicional, na medida em que se considera que, para além das mudanças de incentivos associadas com a mudança de propriedade, é, nomeadamente, a alteração do modelo de gestão, da estrutura organizacional, dos objectivos, dos sistemas de controle e de governação, e do sistema de relações laborais que determinam as alterações no desempenho, conforme se evidenciou no capítulo 3 desta dissertação.

Neste domínio existe todo um campo de investigação que pode passar pela procura de evidência empírica dos pressupostos enunciados nos modelos de análise revistos naquele capítulo, essencialmente investigar se efectivamente se verificam mudanças significativas nos modelos de gestão tanto numa perspectiva global de cultura empresarial como numa perspectiva mais centrada nas diversas variáveis chave identificadas, nomeadamente, mudanças de gestores, estratégias, objectivos, incentivos, estrutura organizacional e relações laborais.

Referências Bibliográficas

- Alchian, A. and H. Demsetz (1972). Production, Informations Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Amaral, Luís M. e Aníbal Santos (1995). *Privatização e Reestruturação dos Sectores Industrial e Energético*. Lisboa. Direcção-Geral da Indústria.
- Barberis, N., Boyco, M., Shleifer, A. and Tsukanova, N. (1996). How Does Privatization Work? Evidence from Russian Shops, *Journal of Political Economy*, Vol. 104, nº 4, 764-790.
- Bishop, Matthew and J. Kay (1989). Privatization in the United Kingdom: Lessons from Experience. *World Development*, Vol. 17, Nº 5, 643-657, 1989.
- Boardman, Anthony E. and A. R. Vining (1989). Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of Performance of Private, Mixed, and State-owned enterprises. *Journal of Law & Economics*, vol. XXXII (April 1989), 1-33.
- Bolsa de Derivados do Porto (1996). *Processos de (Re)Privatização – Sociedades Cotadas (1989/1996)*, Porto: Bolsa de Derivados do Porto.
- Bolsa de Valores de Lisboa (1998). *Análise do Mercado de Valores Mobiliários*. Lisboa. B.V.L.
- Boubakri, N. and J-C Cosset (1998), The financial and operating performance of newly privatised firms: evidence from developing countries, *The Journal of Finance*, Vol. LIII, nº 3, June 1998, 1081-1110.
- Boyco, M., A. Shleifer and R. W. Vishny (1994). Voucher Privatization. *Journal of Financial Economics*, 35 (1994), 249-266.
- Boyco, M., A. Shleifer and R. W. Vishny (1996). A Theory of Privatization. *The Economic Journal*, Vol 106 (March), 309-319.
- Business Week, July 13, 1998, The Global 1000.
- Caves, Douglas W. and L. R. Christensen (1980). The Relative Efficiency of Public and Private Firms in a Competitive Environment: The Case of Canadian Railroads. *Journal of Political Economy*, 1980, vol. 88, nº 5, 958-976.
- Chandler (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, The MIT Press.
- Claessens, S. and S. Djankov (1997), *Politicians and firms in seven central and eastern european countries*, Working Paper, World Bank, Washington, D.C.
- Claessens, S. and Djankov, S. (1997). *Politicians and Firms in Seven Central and Eastern European Countries*. Working Paper. World Bank.

- Claessens, S. Djankov and G. Pohl (1997), *Ownership and corporate governance: evidence from the Czech Republic*, Working Paper, World Bank, Washington, D.C.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4, 386-405.
- Cragg, M. and Dyck, A. (1998). *Privatization, Compensation and Management Incentives: Evidence from the United Kingdom*. Working Paper. Harvard Business School.
- Cragg, M. and Dyck, A. (1999) Management Control and Privatization in the United Kingdom. *Forthcoming, Rand Journal of Economics*, 1999.
- Crain, Mark W. and Zardkoohi (1978). A Test of the Property Rights Theory of the Firm: Water Utilities in the United States. *Journal of Law & Economics*, vol. XL, 395-408.
- Cunha, R. C. (1999) Mudanças nas Empresas Privatizadas: a Cultura Empresarial, in Ministério das Finanças (eds), *Privatizações e Regulação – A Experiência Portuguesa*. Lisboa. M. F. (1999) – Direcção-Geral de Estudos e Previsão.
- D'Souza, J. and W. Megginson (1999), The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s, *The Journal of Finance* (próximo número de Agosto de 1999).
- Davies, David G. (1977). Property Rights and Economic Efficiency – the Australian Airlines Revisited. *Journal of Law & Economics*, vol. XX, 223-226.
- De Alessi, Louis (1980). The Economics of Property Rights: A Review of the Evidence, Bailey, E, and Pack, J. (eds), *The Political Economy of Privatization and Deregulation*. Aldershot: Edward Elgar Publishing, 1995.
- De Alessi, Louis (1983). Property Rights, Transaction Costs, and X-Efficiency: An Essay in Economic Theory. *American Economic Review*, 73, 64-81.
- Demsetz, H. (1967). Toward a Theory of Property Rights. *American Economic Review*, 57, 347-373.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, 1983, 375-393.
- Donaldson, David (1995). *Privatization: Principles and Practice*. Washington, D.C. The World Bank.
- Dunsire, A., Hartley, K., and Parker, D., (1991). Organizational Status and Performance: Summary of the Findings, *Public Administration*, Vol. 69, Spring 1991, pp. 21-40.
- Dunsire, A., Hartley, K., Parker, D., and Dimitrou, B. (1988). Organizational Status and Performance: A Conceptual Framework for testing Public Choice Theories, *Public Administration*, Vol. 66, Winter 1988, pp. 363-388.

- Dunsire, Andrew (1993). Organizational Status Change and Performance: The Significance of Internal Structure. in Ott, A.F. and K. Hartley (eds) *Privatization and economic efficiency*, Aldershot, Edward Elgar.
- Eckel, C., D. Eckel and V. Singal (1997), Privatization and efficiency: industry effects of the sale of British Airways, *Journal of Financial Economics* 43 (1997), 275-298.
- Ehrlich, Isaac, G. Gallais-Hamonno, Z. Liu, and R. Lutter (1994). Productivity Growth and Firm Ownership: An Analytical and Empirical Investigation. *Journal of Political Economy*, 1994, vol. 102, n° 5, 1006-1038.
- Estrin, Saul and V. Pérotin (1991). Does Ownership always Matter?. *International Journal of Industrial Organization*, 9 (1991), 55-72.
- Fama, Eugene (1980). Agency problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 1980, vol. 88, n° 2, 288-307.
- Fama, Eugene and Michael Jensen (1983). Separation of Ownership and control. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, 1983, 375-393.
- Frydman, R., C. Gray, M. Hessel and A. Rapaczynski (1997), *Private ownership and corporate performance: some lessons from transition economies*, Working Paper, New York University, New York.
- Galal, A., L. Jones, P. Tandon and I. Vogelsang (1992), *Welfare consequences of selling public enterprises*, The World Bank, Washington, D.C.
- Garner (1989). Has Public Enterprise Failed?, in Ramanadham, V.V. (eds), *Privatization in the United Kingdom*, London: Routledge.
- Gibbons, Robert (1998). Incentives in Organizations. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 12, Number 4, 115-132.
- Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 1986, vol. 94, n° 4, 691-719.
- Guimarães, Rui A. (1998). *Política Industrial e Tecnológica e Sistemas de Inovação*, Oeiras: Celta Editora.
- Guislain, Pierre (1997). *The Privatization Challenge: a strategic, legal and institutional analysis of international experience*. Washington, D.C. The World Bank.
- Hartley, K., D. Parker, and S. Martin (1991). Organizational status, ownership and productivity. *Fiscal Studies*, 12 (2), 46-60 (1991).
- Haskel, J. and S. Szymanski (1993) Privatization, liberalization, wages and employment: theory and evidence from the UK. *Economica* (1993) 60, 161-182.
- Havrylyshyn, and McGettigan, D. (1999). *Privatization in Transition Countries: a Sampling of the Literature*. IMF Working Paper.

- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (1976), 305-360.
- Jeronimo, Venilde. (1998). *On the Same Wavelength: The Politics of Telecommunications Reform in Southern Europe*. Dissertação de Doutorado, não publicada, submetida à Faculty of Claremont Graduate University.
- Kay, J. A. and D. J. Thompson (1986). Privatization: A Police in Search of a Rationale. *The Economic Journal*, 96 (March 1986), 18-32.
- La Porta, R. and F. Lopez-de-Silanes (1997), *The benefits of privatization: evidence from Mexico*. Working Paper 6215, National Bureau of Economic Research. Cambridge, Mass.
- Laffont, Jean-Jacques and J. Tirole (1991). Privatization and Incentives. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, V 7, Sp, 84-104.
- Leibenstein (1972). Comment on the Nature of X-efficiency, *Quarterly Journal of Economics*, 86, 327-331.
- Leibenstein, Harvey (1966). Allocative Efficiency vs "X-Efficiency". *American Economic Review*, (June 1966), 56, 392-415.
- Leibenstein, Harvey (1978). On the Basic Proposition of X-Efficiency Theory. *American Economic Review*, (May 1978), 68, 328-334.
- Lieberman, Ira and Christopher Kirkness (1998), *Privatization and Emerging Equity Markets*. Washington, D.C. The World Bank.
- Majumdar, Sumit K. (1996). Assessing comparative efficiency of the state-owned mixed and private sectors in Indian industry. *Public Choice* 96: 1-24, 1998.
- Meggison, W. and Netter, J. (1998). *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*. NYSE Working Paper 98-05.
- Meggison, W., R. Nash and M. Randenborgh (1994), The financial and operating performance of newly privatised firms: an international empirical analysis, *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, N° 2, June 1994, 403-452.
- Ministério das Finanças (1995). *Privatizações em Portugal – uma reforma estrutural*. Lisboa. M. F., GAFEED- Gabinete para a Análise do Financiamento do Estado e das Empresas Públicas.
- Ministério das Finanças (1996). *Análise do Sector Público Administrativo e Empresarial em 1995*. Lisboa. M. F., GAFEED- Gabinete para a Análise do Financiamento do Estado e das Empresas Públicas.
- Ministério das Finanças (1998). *Livro Branco do Sector Empresarial do Estado*. Lisboa: Ministério das Finanças.
- Ministério das Finanças (1999a). *A Economia Portuguesa, Estabilidade e Crescimento*. Lisboa. M. F., DGEP- Direcção-Geral de Estudos e Previsão.

- Ministério das Finanças (1999b). *Privatizações e Regulação: a experiência portuguesa*. Lisboa: Ministério das Finanças – Direcção-Geral de Estudos e Previsão.
- Mintzberg, H. (1979). *The Structuring of Organizations: a synthesis of the Research*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Mintzberg, H. (1989). *Mintzberg on Management*, New York: The Free Press.
- Moore, John (1992). British Privatization – Taking Capitalism to the People. *Harvard Business Review*, January-February 1992.
- Nellis, John (1994). Is Privatization Necessary?. *Private Sector – The World Bank*, FPD Note Nº 7, May 1994.
- Nellis, John (1999). *Time to Rethink Privatization in transition Economies?* Discussion Paper nº 38. IFC - International Finance Corporation.
- Nellis, John and S. Kikeri (1989). Public Enterprise Reform: Privatization and the World Bank. *World Development*, Vol. 17, Nº 5, 659-672.
- Newberry, D. and M. Pollitt (1997). The restructuring and privatization of Britain's CEGB – was it worth it? *The Journal of Industrial Economics*, Volume XLV, September 1997, Nº 3.
- Newbold, Paul (1995). *Statistics for Business and Economics*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Osório, A. e Santos, V. (1999). A Eficiência Económica das Empresas Públicas e Privadas: Uma Análise Comparada, in Ministério das Finanças (eds), *Privatizações e Regulação – A Experiência Portuguesa*. Lisboa (1999) M. F. – Direcção-Geral de Estudos e Previsão.
- Parker, D. and K. Hartley (1991). Status change and performance: economic policy and evidence, in Ott, A.F. and K. Hartley (eds) *Privatization and economic efficiency*, Aldershot, Edward Elgar. (1991).
- Parker, D. and K. Hartley (1991a). Do changes in organizational status affect financial performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 631-641 (1991).
- Parker, D. and K. Hartley (1991b). Organizational status and performance: the effects on employment. *Applied Economics*, 1991, 23, 403-416.
- Parker, David (1994). Privatization and Business Restructuring: Change and Continuity in the Privatised Industries. *The Review of Policy Issues* 1 (2): 3-27.
- Parker, David (1995a). Privatization and the internal environment: developing our knowledge of the adjustment process. *International Journal of Public Sector management*, Vol. 8, Nº 2, 1995, pp 44-62.
- Parker, David (1995b). Privatization and Agency Status: Identifying the Critical Factors for Performance Improvement, *British Journal of management*, Vol. 6, 29-43.
- Pereira, Paulo Trigo (1997). A teoria da escolha pública (*public choice*): uma abordagem neoliberal?. *Análise Social*, vol. XXXII (141), 1997 (2º), 419-442.

- Pohl, G., Anderson, R., Claessens, S. and Djankov (1997). *Privatization and Restructuring in central and Eastern Europe – evidence and policy options*. World Bank technical paper nº 368. Washington, D.C. The World Bank.
- Pryke, Richard (1982). The Comparative performance of Public and Private Enterprise. *Fiscal Studies*, 1982, 3, 68-81.
- Rainey, H. (1991). *Understanding and Managing Public Organizations*. São Francisco: Josey-Bass Publishers.
- Ramanurti, R. (1997). Testing the limits of privatization: Argentine railroads, *World Development*, Vol. 25, Nº 12, 1973-1993.
- Rees, Ray (1988). Inefficiency, Public Enterprise and Privatization. *European Economic Review*, 32 (1988), 422-431.
- Ross, Stephens A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63 (2) 134-139.
- Santos, Ana Bela (1995). Avaliação do processo de privatizações em Portugal ou o Governo Cumpriu os Objectivos Fixados?. In *Ensaio de Homenagem a Francisco Pereira de Moura*, Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão. Universidade Técnica de Lisboa.
- Santos, Anibal (1989). Models of Privatization and Market Structure, *Economia*, Jan, 1989, pp 56-81.
- Sappington, D. and Stiglitz, J. (1987). Privatization, Information and Incentives, in Bailey, E, and Pack, J. (eds), *The Political Economy of Privatization and Deregulation*. Aldershot: Edward Elgar Publishing, 1995.
- Sappington, David E. M. (1991). Incentives in Principal-Agent Relationships. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 5, Number 2, 45-66.
- Schmidt, Klaus M. (1996). Incomplete Contracts and Privatization. *European Economic Review*, 40 (1996), 569-579.
- Shapiro, C. and Willig R. (1990). Economic Rationales for the Scope of Privatization, in Bailey, E, and Pack, J. (eds), *The Political Economy of Privatization and Deregulation*. Aldershot: Edward Elgar Publishing, 1995.
- Shepherd, William G. (1990). *The Economics of Industrial Organization*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1996). A Theory of Privatization, *Economic Journal*, 106, 309-319.
- Shleifer, Andrei (1994). Establishing Property Rights. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics* 1994, 93-127.
- Shleifer, Andrei (1998). State versus Private Ownership. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 12, Number 4, 133-150.

- Shleifer, Andrei and R. Vishny (1994). Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, November 1994, 995-1025.
- Sousa, F. e Cruz, R. (1995). *O Processo de Privatizações em Portugal*. Porto: Associação Industrial Portuense.
- Teece, David (1981). Internal Organization and Economic Performance: an Empirical Analysis of the Profitability of Principal Firms. *The Journal of Industrial Economics*, Vol. XXX, Nº 2, December 1981, pp 173-199.
- Thompson R. (1981). Internal Organization and Profit: A Note. *The Journal of Industrial Economics*, Vol. XXX, Nº 2, December 1981, pp 201-211.
- Vernon-Wortzel, H, and L.H. Wortzel (1989). Privatization: Not the Only Answer, *World Development*, Vol. 17, Nº 5, 633-641.
- Vickers, John and G. Yarrow (1989). *Privatization: An Economic Analysis*. Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Vickers, John and G. Yarrow (1991). Economic Perspectives on Privatization. *Journal of Economic perspectives*, Volume 5, Number 2, Spring 1991, 111-132.
- Vining, Aidan R, and A. Boardman (1992), Ownership versus competition: Efficiency in Public Enterprise. *Public Choice*, 73: 205-239, 1992.
- Vogelsang (1994). The United kingdom Case Study, in Galal, A and Shirley, M. (eds), *Does Privatization Deliver?* Washington, D.C. The World Bank.
- Walle, Nicolas van de (1989). Privatization in Development Countries: A review of the Issues. *World development*, Vol. 17, Nº 5, 601-615, 1989.
- Williamson, Oliver (1975). *Markets and Hierarchies – Analysis and Antitrust Implications*. New York: The Free Press.
- Williamson, Oliver (1981). The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*, Vol. XIX (December 1981), pp. 1537-1568.
- Williamson, Oliver (1983). Organization form, Residual Claimants and Corporate Control. *Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI (June 1983), pp 351-366.
- Williamson, Oliver (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: The Free Press.
- Willig, Robert D. (1993). Public versus Regulate Private Enterprise. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics* 1993, 155-180.
- World Bank (1995) *Bureaucrats in Business; The Economics and politics of Government Ownership*. Washington, D.C. The World Bank.
- World Bank (1997). *Between state and market: mass privatization in transition economies*. Washington, D.C. The World Bank.
- Yarrow, George (1986). Privatization in Theory and Practice. *Economic Policy*, April 1986, 324-377.

APÊNDICES

Apêndice I – Resumo da literatura sobre direitos de propriedade, teoria de agência e estrutura de propriedade

Apêndice II – Resumo dos estudos teóricos sobre privatizações

Apêndice III – Resumo dos estudos empíricos sobre o desempenho comparativo das empresas públicas versus privadas

Apêndice IV – Resumo dos estudos empíricos sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas

Apêndice V – Receitas das privatizações e capitalização bolsista

Apêndice VI – Amostra de empresas privatizadas: indicadores económico-financeiros

APÊNDICE I

Resumo da literatura sobre direitos de propriedade, teoria de agência e estrutura de propriedade

Este quadro resume os objectivos, pressupostos, metodologia e conclusões de alguns dos estudos teóricos sobre a literatura dos direitos de propriedade, teoria de agência e estrutura de propriedade

Autores, (data) e título dos estudo	Objectivos, pressupostos e metodologia	Descrição das conclusões principais
Coase (1937) <i>The nature of the firm</i>	Tentar explicar e descobrir a razão do aparecimento da empresa numa economia de trocas especializada	<p>A razão principal porque é rentável estabelecer uma empresa parece ser que há um custo de uso do mecanismo de preços, consistindo, deste modo, uma empresa, num sistema de relações que se originam sob a direcção de um empreendedor.</p> <p>Uma firma tenderá a expandir-se até que os custos de organização de uma transacção adicional dentro da firma, se tornem iguais aos custos de condução dessa transacção através do mercado ou dos custos de organizar uma outra firma.</p>
Alchian and Demsetz 1972 <i>Production, information costs and economic organization</i>	Análise das características das firmas enquanto formas contratuais de organização económica	<p>A essência de uma firma clássica consiste numa estrutura contratual com produção de inputs conjunta, vários donos de inputs, uma parte comum a todos os contratos de inputs conjuntos, direitos de renegociar qualquer contrato de inputs, direitos residuais e sua venda</p> <p>O agente central é o dono da empresa ou o empregador. A estrutura contratual aparece como um meio de melhorar a organização eficiente de uma equipa de produção.</p> <p>São necessárias duas condições para a emergência da firma: serem possíveis incrementos de produtividade através de produção em equipa, e ser económico estimar a produtividade marginal</p> <p>Diferentes tipos de firmas que resultam das condições do exercício dos direitos de propriedade: firmas que partilham os lucros, firmas socialistas, sociedades anónimas, mútuas e firmas não lucrativas, sociedades por quotas, sindicatos</p>
De Alessi (1983) <i>Property rights, transaction costs, and X-efficiency: an essay in economic theory</i>	Resumo da teoria neoclássica, conceito de eficiência e as implicações e evidências da eficiência-X	<p>De acordo com a teoria neoclássica, o consumidor individual maximiza uma função de utilidade de valor único, convexa, duplamente diferencial e sujeita a uma restrição orçamental.</p> <p>Direitos de propriedade significa que o direito de uma pessoa ao uso dos seus recursos é exclusivo e voluntariamente transferível.</p> <p>Uma das aplicações mais significativas da generalização da teoria dos direitos de propriedade/custos de transacção está relacionada com a escolha e evolução das formas alternativas de organização das empresas.</p> <p>A diferença crucial entre as empresas públicas e privadas é que a propriedade das primeiras é não transferível. Esta situação impede a capitalização do valor das consequências futuras e reduz os incentivos dos detentores dessas consequências para o controle dos comportamentos de gestão</p> <p>Como resultado, os gestores das empresas políticas têm maiores oportunidades de comportamentos discricionários do</p>

De Alessi (1983) (Cont.)		<p>que os gestores das empresas privadas.</p> <p>Isto significa que as empresas públicas não terão tanta tendência como as empresas privadas a introduzirem inovações para redução de custos, a adoptarem combinações de inputs com vista à minimização de custos, a produzirem uma maior variedade de outputs, a usarem técnicas de produção intensivas em capital, e a incorrerem em menores custos de produção.</p> <p>Tomando em conjunto os custos de transacção e a estrutura dos direitos de propriedade fica clara a razão da existência das firmas e a forma e tipo da sua organização.</p>
Demsetz (1983) <i>The structure of ownership and the theory of the firm</i>	Análise da estrutura da propriedade e a teoria da firma	<p>A maximização dos lucros em ambiente concorrencial é a ligação entre propriedade privada e a utilização eficiente dos recursos, ligação esta que pode ser quebrada por uma estrutura de propriedade que reduza os incentivos dos gestores para aquela maximização.</p> <p>A principal missão da economia neoclássica é compreender como é que o sistema de preços coordena o uso dos recursos, e não as condições internas das empresas reais</p> <p>A questão da alegada separação entre propriedade e controle baseia-se na presunção empírica de que a propriedade das modernas e grandes empresas é tão dispersa por uma multiplicidade de accionistas que os seus interesses não estão presentes quando os administradores tomam as suas decisões.</p>
Fama and Jensen (1983) <i>Separation of ownership and control</i>	Explicar a sobrevivência de organizações caracterizada pela separação entre propriedade e controle, onde agentes que tomam as decisões importantes não beneficiam de uma parte substancial dos efeitos das suas decisões	<p>Uma organização é um nexo de contratos escritos e não escritos entre donos dos factores de produção e clientes. Estas normas internas especificam os direitos de cada agente, os critérios de avaliação e os resultados a que têm direito. A forma organizacional que fornece o output requerido pelos clientes ao menor preço, cobrindo os custos, sobrevive.</p> <p>A separação dos tomadores do risco residual das decisões de gestão conduz a sistemas de decisão que separam a gestão do controle.</p> <p>O controle dos problemas de agência no processo de gestão é importante quando os gestores que iniciam e desenvolvem a implementação de decisões importantes não são os detentores dos direitos residuais e assim não se podem apropriar de uma parte importante do resultado das suas decisões.</p> <p>Será importante determinar quando e quais os factores que tornam mais eficiente a separação da gestão, do controle e da tomada de risco residual, do que a sua combinação nos mesmos agentes.</p> <p>O espectro de Organizações: sociedades de capital aberto, sociedades de profissionais, Mutualidades financeiras, Organizações em fins lucrativos</p>
Bolton and Scharfstein (1998) <i>Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations</i>	Análise das fronteiras da firma e dos seus processos internos de decisão através de uma revisão da literatura	<p>As diversas estruturas de capital e formas de organização da governação empresarial podem ser interpretadas como visando mitigar os problemas de agência.</p> <p>Berle e Means, à semelhança de Coase, levantam uma questão fundamental sobre o funcionamento das firmas: continuarão os gestores a actuar no interesse dos accionistas mesmo quando só têm uma pequena parte das acções?</p>

<p>Bolton and Scharfstein (1998)</p> <p>(Cont.)</p>		<p>A resposta a estas questões têm vindo a ser dadas por diversos autores: Williamson (1975), Alchian and Demsetz (1972), Jensen and Meckling (1976)</p> <p>Coase começa por dizer que algumas transações entre firmas são ineficientes devido à dificuldade em especificar contratos que cubram todas as situações futuras, assim, as firmas emergem integrando diversas actividades como consequência dessa ineficiência.</p> <p>Jensen and Meckling (1976) é seguramente o ponto de partida da moderna literatura da teoria de agência. Mostram que se os gestores só deterem uma pequena parte da acções, tenderão a incorrer em vantagens financeiras adicionais, visto que terão esses benefícios mas só uma parte dos custos.</p>
<p>Ross (1973)</p> <p><i>The economic theory of agency: the principal's problem</i></p>	<p>Analisa o problema do <i>principal</i> na relação de agência</p>	<p>A relação de agência é uma das mais antigas e banais formas codificadas de interacção social. Diz-se que se chega a uma relação de agência entre duas ou mais partes quando uma, designada de agente, actua para, na dependência, ou em representação de outra, designada de principal. Exemplos de situações de agência são universais. Essencialmente todos os arranjos contratuais, como sejam, entre empregador e empregado, ou entre o estado e os governados, contêm importantes elementos de agência</p> <p>Mostra que para uma interessante classe de funções de utilidade e para relevantes classes de estruturas de resultados, a necessidade de motivar os agentes não colide com a obtenção da eficiência de Pareto.</p>
<p>Jensen and Meckling (1976)</p> <p><i>Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure</i></p>	<p>Integram elementos da teoria de agência, da teoria dos direitos de propriedade e da teoria financeira para desenvolverem uma teoria da estrutura de propriedade da firma.</p> <p>Definem o conceito de custo de agência, mostram a sua relação com a questão da separação e controle, investigam a natureza dos custos de agência originados pelo endividamento e capital próprio externo, fornecendo uma nova definição de firma</p> <p>Foca-se nas implicações comportamentais dos direitos de propriedade especificados nos contratos entre donos e gestores da firma</p>	<p>A literatura da teoria de agência desenvolveu-se de um modo independente da dos direitos de propriedade, embora os problemas com que lidam sejam similares, as abordagens são, de facto, altamente complementares.</p> <p>Define-se uma relação de agência como sendo um contrato, em que uma das partes, o principal, estipula, a outra parte, o agente, a desempenhar algum serviço sob sua ordem, envolvendo a delegação de algum poder de decisão e autoridade para o agente. Se ambas as partes forem maximizadores de utilidade há uma boa razão para crer que o agente nem sempre actuará tendo em vista ao melhor interesse do principal.</p> <p>O principal pode limitar as divergências estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de controle para impedir actuações não normais do agente.</p> <p>Custos de agência resultarão das despesas de controle do principal, das despesas do agente e das "perdas residuais".</p> <p>Muitas organizações são ficções legais, representando um nexo de um conjunto de relações contratuais entre pessoas individuais. Nisto incluem-se as firmas, as instituições não lucrativas como sejam as universidades, hospitais e fundações, as mutualidades como sejam as caixas de poupanças e seguradoras e cooperativas, alguns clubes privados e mesmo agências, serviços e instituições governamentais.</p> <p>A empresa privada ou firma é simplesmente uma forma de</p>

<p>Jensen and Meckling (1976)</p> <p>(Cont.)</p>		<p>ficção legal que serve como um nexo de relações contratuais e que também se caracteriza pela exigência de direitos residuais sobre os activos e fluxos financeiros que geralmente podem ser negociados sem permissão dos outros contratantes individuais. Há uma multiplicidade de relações contratuais entre a firma (ficção legal) e os donos do factor trabalho, materiais, capital e os consumidores dos outputs</p>
<p>Fama (1980)</p> <p><i>Agency Problems and the Theory of the Firm</i></p>	<p>Explicar como a separação da propriedade e do controle, tipicamente nas grandes empresas, pode ser uma eficiente forma de organização económica.</p> <p>A principal tese deste artigo é que a separação da propriedade e controle pode ser explicada como uma forma eficiente de organização económica dentro da perspectiva do "conjunto de contratos" que é uma firma.</p>	<p>Recentemente a literatura moveu-se em direcção de teorias que rejeitando o modelo clássico da firma, mas assumem formas clássicas de comportamento económico da parte dos agentes dentro da firma. A firma é vista como um conjunto de contratos entre factores de produção, em que cada factor é motivado pelo seu próprio interesse. Por causa desta ênfase na importância dos direitos na organização estabelecida pelos contratos, esta literatura caracteriza-se sob a designação de "direitos de propriedade". Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976) são os melhores exemplos. Os antecedentes dos seus trabalhos estão em Coase (1937, 1960).</p> <p>A análise invulgar de Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976) é uma visão da firma como um conjunto de contratos entre factores de produção. Com efeito, a firma é vista como uma equipa cujos membros agem no seu próprio interesse, mas compreendem que os seus destinos dependem até um certo ponto da sobrevivência da empresa na sua competição com outras equipas.</p> <p>A propriedade do capital não pode ser confundida com a propriedade da firma. Cada factor numa firma é propriedade de alguém. A firma é somente a soma de contratos cobrindo a forma como os inputs são organizados para criarem outputs e a forma de transformar os outputs em receitas e as partilhar pelos inputs. Neste "nexo de contratos", a propriedade da firma é um conceito irrelevante. Afastar noção de que a firma é propriedade dos detentores das acções é importante, porque é o primeiro passo para se compreender que o controle das decisões de uma firma não é o campo de actuação dos detentores dos títulos.</p> <p>O empreendedor (gestor, tomador de risco) ocupa um lugar central tanto na análise de Jensen-Meckling como na de Alchian-Demsetz. Por exemplo, Alchian-Demsetz afirma: "A essência da firma clássica é identificada como uma estrutura contratual com: 1) inputs produtivos conjuntos; 2) vários proprietários de inputs; 3) uma parte comum a todos os contratos dos inputs conjuntos; 4) que tem o direito de renegociar qualquer contrato independentemente de todos os outros contratos; 5) que detém os direitos residuais; e 6) que tem o direito a vender o seu contrato sobre a situação residual. O agente central denomina-se o dono da firma e o empregado" (1972, p. 794).</p> <p>Para compreender a moderna corporação. É melhor separar o gestor, e o agente do ponto 3 e 4 da definição de firma de Alchian-Demsetz, do tomador de risco descrito nos pontos 5 e 6. A razão para separar estas duas funções é que, assim, o resultado final é muito mais descritivo do conceito de empresa.</p> <p>Os tomadores de risco, como detentores dos direitos residuais</p>

<p>Fama (1980) (Cont.)</p>		<p>podem sofrer as mais directas consequências dos falhanços da equipa no seu conjunto. Contudo, têm à sua disposição, nos mercados mais evoluídos, mercados onde podem transaccionar os eus direitos – os mercados de capitais – que lhes permitem mudar entre equipas com custos de transação relativamente mais baixos e cobrirem a risco de falhanço de alguma dada equipa através da diversificação dos seus activos entre equipas.</p> <p>Ma verdade, a teoria de gestão de carteira, diz-nos que a carteira óptima de cada investidor deve ser diversificada com títulos de muitas firmas. Dado que ele dispõe de títulos de muitas firmas para não depender precisamente de uma só, um investidor individual não tem interesse em particularmente verificar detalhadamente as actividades das firmas. Em síntese, uma eficiente alocação de tomada de risco parece implicar um alargado grau de separação entre propriedade e controle de uma empresa.</p>
--------------------------------	--	--

APÊNDICE II

Resumo dos estudos teóricos sobre privatizações

Este quadro resume os objectivos, pressupostos, metodologia e conclusões de alguns dos estudos teóricos sobre a problemática das privatizações

Autores, (data) e título dos estudo	Objectivos, pressupostos e metodologia	Descrição das conclusões principais
<p>Yarrow (1986)</p> <p><i>Privatization in theory and practice</i></p>	<p>O objectivo do estudo consiste na identificação dos princípios básicos subjacentes às privatizações e na avaliação do programa de privatizações do RU</p> <p>Assume que se pode argumentar que em face da evidência comparativa indicar a seriedade das fraquezas do controle do sector público, se justifica uma presunção em favor da propriedade privada</p>	<p>Conclusão principal: A conclusão de que o sector privado tem um controle de gestão mais efectivo que o público não implica qualquer presunção geral a favor da propriedade privada.</p> <p>A privatização afecta o desempenho económico indirectamente, através das mudanças comportamentais induzidas por alteração dos incentivos.</p> <p>A concorrência e a regulação são mais importantes determinantes do desempenho que a propriedade. A preocupação com a privatização é uma das formas de distrair a atenção das questões fundamentais</p> <p>Nos mercados razoavelmente concorrenciais e sem outras deficiências de mercado, a evidência disponível justifica a presunção de que a propriedade privada é aconselhável</p>
<p>Kay and Thompson (1986)</p> <p><i>Privatisation: a police in search of a rationale</i></p>	<p>Revisão dos princípios e razões para a privatização.</p> <p>Revisão da evidência comparativa do desempenho das empresas públicas e privadas</p>	<p>Conclusão principal: Não é a propriedade, enquanto tal, mas a interacção entre a propriedade e a concorrência que promovem a eficiência.</p> <p>A evidência da superioridade do desempenho do sector privado verifica-se, largamente, em mercados concorrenciais.</p> <p>Em mercados com pouca concorrência, as empresas privadas reguladas não terão um desempenho melhor que o das empresas públicas, sendo, talvez, até pior.</p> <p>A privatização tenderá a melhorar o desempenho numa empresa apoiada com uma liberalização de mercado; havendo conflitos entre uma e outra, a liberalização deve ser decididamente a política preferida.</p>
<p>Vickers and Yarrow (1989)</p> <p><i>Privatization: na economic analysis</i></p>	<p>Revisão sobre o interesse do factor propriedade para a eficiência da empresas, e sobre as perspectivas teóricas da propriedade, concorrência e regulação</p> <p>Avaliação da política britânica de privatizações.</p>	<p>Conclusão principal: A propriedade interessa, no sentido de que mudanças na estrutura dos direitos de propriedade terão efeitos significativos sobre o comportamento das empresas.</p> <p>A estrutura de incentivos de gestão é determinada por um conjunto complexo de interacções entre diversos factores, como sejam o tipo de propriedade, o grau de concorrência no mercado de produtos e a eficácia da regulação.</p> <p>Em face dos problemas de incentivos associados com as empresas públicas, a eficácia do sistema de controle das empresas públicas é menor que o das privadas.</p> <p>Isto não implica que o desempenho das empresas públicas seja inferior, em face de critérios de bem estar social, dado que a avaliação deve ter em conta os objectivos dos principais</p> <p>Na falta de uma concorrência efectiva no mercado de produtos, a vantagem da empresa privada é menos clara e dependerá da eficácia da política de regulação.</p>

<p>Nellis and Kikeri (1989)</p> <p><i>Public enterprise reform: privatization and the World Bank</i></p>	<p>Rever o desempenho e a importância das empresas públicas nos países em vias de desenvolvimento.</p> <p>Examinar a questão da melhoria do desempenho resultar ou não da privatização</p>	<p>Conclusão principal: O aprofundamento das condições de concorrência é tão ou mais importante que a propriedade</p> <p>Na falta de um mercado concorrencial, um sector privado poderá não ser bem vindo e a viabilidade e desempenho das empresas privatizadas poderá ser posto em perigo.</p> <p>Nos países em vias de desenvolvimento o desempenho insatisfatório das empresas públicas não é universal, e mesmo nos casos em que isso acontece não prova automaticamente que a propriedade privada faria melhor, em face do ambiente económico muitas vezes difícil e distorcido desses países.</p>
<p>Estrin and Pérotin (1991)</p> <p><i>Does ownership always matter?</i></p>	<p>Ilustrar e rever a relação complexa entre a propriedade e o desempenho das empresas.</p> <p>Argumenta-se que a propriedade pública faz com que a relação dono-gestor seja mais complicada, em face da cadeia dos principais ser muito vasta, sendo que os objectivos são politicamente determinados</p>	<p>Conclusão principal: A eficiência relativa da empresa pública vs privada depende da eficácia do mercado de capitais, do sistema político e constitucional, do sistema de informação e de sanções à disposição dos decisores políticos e da natureza do mercado de recrutamento dos gestores. Variações destes factores podem ajudar a explicar as diferentes naturezas e papéis do sector público entre diversos países.</p> <p>Hipotetizam que a privatização poderá melhorar a eficiência interna de uma empresa que vise o lucro e que opere num mercado concorrencial.</p> <p>Contrariamente, onde se verifiquem deficiências de mercado e o controle privado seja fraco, a nacionalização, acompanhada de uma clara definição de objectivos, poderá, efectivamente melhorar a eficiência de gestão.</p>
<p>Laffont and Tirole (1991)</p> <p><i>Privatization and incentives</i></p>	<p>Reapreciar alguns dos argumentos sobre se será a propriedade privada ou pública que melhor promove o bem estar social, à luz da moderna teoria de agência.</p> <p>Análise do específico <i>trade-off</i> entre empresa pública e empresa privada regulada</p>	<p>Conclusão principal: A regulação de uma empresa privada poderá introduzir outras fontes de ineficiência, quando os objectivos do governo entrarem em conflito com os dos accionistas, ou seja, nestes casos, verificam-se conflitos de interesse entre accionistas e reguladores.</p> <p>Identificam como sendo custos da propriedade pública, a falta de controle do mercado de capitais, a ausência de restrição orçamental, a possibilidade de expropriação de investimentos, a falta de objectivos precisos, e os grupos de interesses, e, como benefícios o bem estar social e o controlo centralizado, podendo prevenir os conflitos de objectivos entre reguladores e accionistas.</p> <p>A teoria, por si só é inconclusiva quanto á eficiência relativa de custos dos sectores público e privado.</p>
<p>Vickers and Yarrow (1991)</p> <p><i>Economic perspectives on privatization</i></p>	<p>Reapreciar as questões principais associadas com a privatização, em especial como é que a propriedade interessa para o desempenho das empresas</p>	<p>Conclusão principal: os efeitos da privatização, em qualquer situação, dependerão do ambiente concorrencial, regulador e institucional aplicável. O desafio da análise económica sobre privatizações consistirá no desenvolvimento de uma melhor compreensão das implicações para a gestão e desempenho das empresas, das complexas interacções entre propriedade, estrutura de mercado e variáveis políticas e de regulação.</p> <p>A propriedade privada tem vantagens de eficiência em condições concorrenciais, mas daqui não se pode concluir pela superioridade de qualquer tipo de propriedade em situações de elevado poder de mercado.</p>

<p>Shleifer and Vishny (1994)</p> <p><i>Politicians and firms</i></p>	<p>Análise do comportamento das empresas públicas e privadas nas situações em que os políticos tentam influenciar as empresas a prosseguirem objectivos políticos</p> <p>Consideram as consequências que derivam para a relação negocial entre as partes sobre o papel das empresas, particularmente no que se refere às transferências entre os sectores</p> <p>Apresentam um modelo de análise sobre o que é que as empresas podem fazer em benefício dos políticos</p>	<p>Conclusão principal: Quando as firmas são controladas pelos gestores, os políticos usam subsídios e outras influências para os convencerem a prosseguir objectivos políticos. Na situação oposta, os gestores influenciam os políticos para os convencerem a não determinarem objectivos políticos às empresas. Neste contexto, a afectação dos direitos de controle e de <i>cash flow</i> não influencia a afectação de recursos quando os custos das influências não existirem e os subsídios estatais tiverem um custo igual para todas as empresas.</p> <p>Restrições nas influências e nos subsídios conduzem a efeitos reais no sentido da transformação de actividades governamentais em empresas e em privatizações.</p> <p>A privatização encoraja a reestruturação sempre que o governo estiver limitado em subsidiar empresas com accionistas privados ricos, ou seja, as empresas potencialmente rentáveis serão as melhores candidatas à privatização</p> <p>A privatização tenderá a ser mais desenvolvida em situações em que se pretenda restringir os gastos governamentais e em que se não possa obter vantagens políticas através das empresas públicas</p>
<p>Boyco, Shleifer and Vishny (1996)</p> <p><i>A theory of privatisation</i></p>	<p>Considera-se que as empresas públicas são ineficientes porque prosseguem objectivos políticos em vez de procurarem maximizar a eficiência</p> <p>Apresenta-se um modelo de análise ilustrando como a privatização pode funcionar no desempenho da empresa</p>	<p>Conclusão principal: a privatização funciona porque controla o poder discricionário dos políticos, na medida em que o problema da relação de agência que explica a ineficiência das empresas públicas é mais um problema de agência com os políticos do que com os gestores, ou seja, os problemas com o poder discricionário dos gestores são menores do que os problemas com o poder discricionário dos políticos.</p> <p>No modelo apresentado, a privatização, efectivamente, separa os políticos dos gestores, despolitizando a empresa e conduzindo à sua reestruturação, mesmo quando os políticos podem usar subsídios para convencerem as empresas a não se reestruturarem.</p>
<p>Shleifer (1998)</p> <p><i>State versus private ownership</i></p>	<p>Avaliação da problemática da produção interna ou contratação externa dos bens e serviços para um Estado/governo</p>	<p>Conclusão principal: Um “<i>bom</i>” governo que deseje levar mais além os seus objectivos sociais, raramente será proprietário da produção que visa esses objectivos.</p> <p>Tendo melhorado quer a qualidade da regulação e da contratação, sendo a concorrência entre prestadores de bens e serviços mais efectiva, o perigo da politização da produção torna-se evidente, tanto mais que o potencial de inovação e capacidade empresarial das empresas é cada vez mais elevado. Por todas estas razões, os benefícios de redução do papel do governo enquanto produtor são cada vez mais aparentes e estão a começar a ser explorados.</p> <p>As considerações políticas, não só fortalecem para a privatização como são a sua razão principal. A eliminação da motivação política na afectação dos recursos, tem sido, em todo o mundo o principal benefício da privatização.</p>

APÊNDICE III

Resumo dos estudos empíricos sobre o desempenho comparativo das empresas públicas versus privadas

Este quadro resume os objectivos, pressupostos, metodologia e conclusões de alguns dos estudos empíricos sobre a problemática do desempenho comparativo das empresas públicas versus privadas.

Autores, (data) e título dos estudo	Objectivos, pressupostos e metodologia	Descrição das conclusões principais
<p>Davies (1977)</p> <p><i>Property rights and economic efficiency – the australian airlines revisited</i></p>	<p>Reavaliação do desempenho comparativo das duas empresas de aviação australianas.</p> <p>Medidas de produtividade utilizadas: toneladas de carga e correio, nº de passageiros e rendimento por empregado.</p>	<p>A evidência indica que a forma privada de operar sob as regras e costumes associados com direitos de propriedade privados e negociáveis é mais produtiva que a empresa pública</p> <p>Tratando-se de situações muito similares ao nível dos inputs, as variações no desempenho deverão ser atribuídas a diferentes formas de organização empresarial</p>
<p>Crain and Zardkoohi (1978)</p> <p><i>A test of the property rights theory of the firm: water utilities in the USA</i></p>	<p>Proceder a um teste da literatura dos direitos de propriedade da firma, cujos argumentos sugerem diferenças importantes nos comportamentos dos gestores das empresas públicas e privadas, com dados de empresas de águas dos USA.</p>	<p>Os custos operativos são significativamente mais altos nas empresas estatais. As estimativas calculadas sugerem que os diferenciais de custos observados entre os dois tipos de firmas são atribuíveis a diferenças na factor de produtividade laboral.</p> <p>As empresas privadas estudadas exibem maiores níveis de desempenho e maior grau de eficiência económica e logo menores custos de operação.</p> <p>Assim, dentro do quadro conceptual da teoria dos direitos de propriedade, a evidencia é consistente com o argumento teórico de que a não transferibilidade das acções nas empresas públicas, reduz os incentivos para o acompanhamento e controle das condutas de gestão.</p>
<p>Caves and Christensen (1980)</p> <p><i>The relative efficiency of public and private firms in a competitive environment: the case of canadian railroads</i></p>	<p>Estudo de um caso em que os efeitos de direitos de propriedade diferentes podem ser isolados dos efeitos da regulação e de mercados não concorrenciais.</p> <p>A medida utilizada é o factor de produtividade total</p> <p>Diversos estudos concentrando-se sobre os efeitos da propriedade pública em ambientes não concorrenciais têm geralmente apoiado a visão de que a falta de incentivos associada à propriedade pública tem resultado num pior desempenho relativamente às empresas privadas.</p>	<p>A principal conclusão deste estudo é que a propriedade pública não é inerentemente menos eficiente que a propriedade privada – significando que a notada ineficiência das EPs deriva mais do facto de estarem isoladas da concorrência efectiva do que da sua propriedade pública.</p> <p>Evidentemente que estas conclusões não são evidência da superioridade da empresa pública sobre a empresa privada.</p>

<p>Pryke (1982)</p> <p><i>The comparative performance of public and private enterprise</i></p>	<p>Examinar o desempenho comparativo de empresas públicas e privadas concorrendo nos mesmos sectores</p>	<p>As empresas públicas tiveram um desempenho relativamente mais pobre, em termos da sua posição competitiva, utilizaram os factores trabalho e capital mais ineficientemente e têm sido menos lucrativas. Em muitos casos têm perdido dinheiro.</p> <p>A explicação mais adequada para este desempenho inferior das empresas públicas parece residir no facto de que é a propriedade pública que destrói a ética comercial e fornece uma atitude de despreocupação.</p>
<p>Boardman and Vining (1989)</p> <p><i>Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises</i></p>	<p>Teste à teoria dos direitos de propriedade baseada na comparação de empresas públicas, mistas e privadas em ambiente competitivo.</p> <p>A amostra consistiu nas 500 maiores empresas industriais exteriores aos USA (Fortune 83).</p> <p>A motivação resultava do facto de contribuições teóricas recentes terem posto em dúvida as conclusões básicas dos argumentos originais da teoria de direitos de propriedade.</p> <p>Foram utilizadas 4 medidas de rentabilidade: ROE, ROA, ROS, NE; 2 medidas de eficiência-X; vendas por empregado e vendas por activo</p>	<p>Os resultados fornecem evidência que as grandes empresas industriais estatais e mistas têm um desempenho substancialmente pior que as empresas privadas similares.</p> <p>Em termos de indicadores de rentabilidade, as empresas mistas têm um desempenho não melhor e muitas vezes pior que as empresas públicas. Em termos de vendas por empregado, as empresas mistas estão melhor que as empresas públicas, mas em termos de vendas por activos não há diferenças substanciais.</p> <p>Estes resultados indicam que há diferenças de desempenho entre as empresas públicas e privadas em ambientes concorrenciais.</p> <p>A privatização parcial poderá ser pior, especialmente em termos de rentabilidade que a privatização completa ou a continuação da propriedade estatal.</p>
<p>Vining and Boardman (1992)</p> <p><i>Ownership versus competition: efficiency in public enterprise</i></p>	<p>Provar que: a propriedade é teórica e empiricamente importante; muita da evidência que suporta o argumento da premissa da concorrência vs propriedade não o faz nem pode fazer de um modo convincente; Obter uma nova evidência empírica, usando dados de empresas canadianas</p> <p>O modelo utilizado é uma variante do modelo standard de análise da relação entre estrutura e desempenho. socorre-se de uma amostra composta pelas 500 maiores empresas canadianas não financeiras (dados de 1986)</p>	<p>Em resumo, a propriedade importa tanto para a eficiência técnica como alocativa.</p> <p>Isto não implica necessariamente que a propriedade privada seja sempre preferível à propriedade pública. As empresas privadas, sempre que possível, também revelam comportamentos de procura de rendas, mas procurarão maximizar as rendas realizáveis através de um posicionamento constante de diminuição de custos.</p> <p>Os autores concordam com Yarrow (1988) que em presença de economias de escala e de âmbito massivas, altas barreiras de entrada, ou externalidades, a propriedade pública pode ser preferida.</p> <p>Numa perspectiva da eficiência a propriedade privada é preferível em situações de concorrência normativa.</p>

<p>Ehrlich, Gallais-Hamonno, Liu and Lutter (1994)</p> <p><i>Productivity growth and firm ownership: na analytical and empirical investigation</i></p>	<p>Análise dos efeitos da propriedade pública versus propriedade privada nas taxas de crescimento da produtividade a longo prazo, específicas de cada empresa e reduções de custo.</p> <p>Amostra composta por 23 companhias de aviação internacionais com diferentes níveis de propriedade pública, no período de 1973 - 1983</p>	<p>A propriedade pública tende a baixar o crescimento da taxa de produtividade e/ou redução de custos.</p> <p>Indicam que a privatização parcial das empresas totalmente públicas produzirá uma melhoria marginal substancialmente inferior ao crescimento da produtividade que a privatização completa.</p> <p>Os resultados parecem ser independentes da estrutura concorrencial dos mercados e do ambiente de regulação eventualmente existente.</p> <p>As estimativas produzidas apontam para que uma mudança total da propriedade pública para a privada poderá aumentar a taxa de redução de custos em cerca de 1,7 % ao ano e a taxa de crescimento a longo prazo da produtividade em cerca de 1,6 a 2 %, implicando que os custos unitários das empresas públicas possam duplicar os das empresas privadas num período de 36 – 40 anos.</p>
<p>Majumdar (1996)</p> <p><i>Assessing comparative efficiency of the state-owned mixed and private sectors in Indian industry</i></p>	<p>Avaliar as diferenças de desempenho entre empresas públicas, mistas e privadas na Índia para o período de 1973/1974 a 1988/1989</p>	<p>Os resultados estabelecem que as empresas públicas são menos eficientes que as mistas e privadas, enquanto que as mistas são menos eficientes que as privadas.</p>

APÊNDICE IV **Resumo dos estudos empíricos sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas privatizadas**

Este quadro resume os objectivos, pressupostos, metodologia, selecção da amostra e conclusões de alguns dos estudos empíricos sobre o desempenho financeiro e operativo das empresas recentemente privatizadas

Autores, (data) e título dos estudos	Objectivos, pressupostos e metodologia	Descrição das conclusões principais
<p>David Parker and K. Hartley (1991)</p> <p><i>Do changes in organizational status affect financial performance?</i></p> <p>David Parker and K. Hartley (1991)</p> <p><i>Organizational status and performance: the effects on employment</i></p> <p>Keith Hatley, D. Parker and S. Martin (1991)</p> <p><i>Organizational status, ownership and productivity</i></p>	<p>Esta série de estudos visou a análise do desempenho de 10 organizações do RU que sofreram mudanças na sua situação de enquadramento institucional, entre 1969 e 1987.</p> <p>Das 10 organizações, somente 3 delas se referem a processos de privatização. As outras 7 são relativas a movimentos de enquadramento institucional dentro do próprio sector público.</p> <p>Foram utilizados três conjuntos de indicadores de desempenho: Produtividade, emprego e financeiros.</p> <p>A hipótese central a ser testada era que movimentos de situação na direcção de empresa pública para privada (privatização) ou de departamento governamental para empresa pública melhoraria o desempenho.</p>	<p>Para o conjunto da amostra das 10 organizações, os resultados são mistos. Isto significa que os indicadores calculados para um conjunto substancial de organizações não fornecem elementos que apoiem completamente a hipótese de trabalho.</p> <p>No entanto, ressalve-se que relativamente aos casos das organizações, constantes da amostra, que foram privatizadas, os resultados a que se chegou confirmam totalmente a hipótese de que uma mudança de propriedade do público para o privado melhora efectivamente o desempenho das organizações.</p> <p>Contudo, os autores assinalam que a privatização produzirá maiores ganhos de eficiência nas situações em que a concorrência substituir os monopólios do sector público, a gestão mudar para melhor e quando se introduzirem esquemas de incentivos para os gestores e restantes trabalhadores.</p>
<p>Haskel and Szymanski (1993)</p> <p><i>Privatization, Liberalization, Wages and Employment: Theory and evidence for the UK</i></p>	<p>Análise das consequências nos salários e no emprego da privatização, de mudanças nos objectivos do sector público e do poder de mercado.</p> <p>Uma hipótese a considerar é que quer a privatização quer a mudança de objectivos conduz a salários e a níveis de emprego mais baixos.</p> <p>A outra hipótese propõe que quando o poder de mercado cai (a liberalização), o emprego sobe</p> <p>Para testar estas hipóteses, os autores estimaram regressões sobre dados de salários e emprego de 14 empresas que eram públicas em 1972 e que passaram por processos de privatização ou de mudança de objectivos.</p>	<p>A evidência sugere que o emprego cai como resultado da variação de objectivos em direcção a metas mais comerciais (efeito privatização/mudança de objectivos)</p> <p>Outra conclusão é que os salários não são afectados pela privatização/mudança de objectivos, mas sim pela alteração da estrutura de mercado, ou seja, os salários caem com a diminuição do poder de mercado (efeito da liberalização).</p>

<p>Newberry D. and M. Pollitt (1997)</p> <p><i>The restructuring and privatisation of Britain's CEBG- was it worth it?</i></p>	<p>O estudo conduz uma análise de custo-benefício da reestruturação e privatização da CEBG que até 1989 tinha o monopólio da produção e distribuição da electricidade na Inglaterra e no País de Gales.</p> <p>A questão principal foi saber se a reestruturação e privatização foi socialmente benéfica</p> <p>A metodologia usada consistiu na comparação de custos com e sem privatização, ou seja, os autores compararam o desempenho das empresas privatizadas com a estimativa do que teria acontecido se as empresas tivessem continuado públicas.</p>	<p>Documentam melhorias de desempenho significativas pós privatização, sendo que os maiores benefícios resultam de ganhos de eficiência no uso dos inputs.</p> <p>A sua estimativa mais importante aponta para uma redução de custos permanente de cerca de 5 % ao ano, equivalente a uma rendibilidade adicional dos activos de 40 %.</p> <p>No entanto, concluem os autores, que são os produtores e os accionistas ficam com estes benefícios, ao passo que o governo e os consumidores perdem.</p>
<p>Eckel C., D. Eckel and V. Singal (1997)</p> <p><i>Privatization and efficiency: industry effects of the sale of British Airways</i></p>	<p>Examinam o efeito da privatização da BA através do impacto nas tarifas e no preço das acções dos concorrentes.</p> <p>Assume-se que o desempenho será função da mudança de propriedade (privatização), mudança de objectivos e mudança do ambiente (regulação/concorrência), sendo que as expectativas serão de queda dos preços das acções dos concorrentes, de queda das tarifas e de redução dos custos de operações.</p>	<p>Concluem que os preços das acções dos concorrentes dos EUA caem uns significativos 7 %, implicando que o mercado tinha uma expectativa de que a BA privatizada seria muito mais eficiente e competitiva.</p> <p>Os concorrentes operando em mercados mais próximos dos da BA experimentaram quedas maiores nos preços das acções</p> <p>As tarifas aéreas nos mercados operados pela BA baixaram significativamente após a privatização.</p> <p>Os resultados sugerem que uma mudança de propriedade pública para propriedade privada melhora a eficiência económica</p> <p>A natureza dos ganhos da privatização resultam das mudanças organizacionais que conduzem a melhorias da eficiência e da rendibilidade.: a introdução de esquemas de compensação e incentivos baseados no desempenho, a estrutura organizacional de controle da gestão foram importantes.</p>
<p>La Porta, R. and F. Lopez-de-Silanes (1997)</p> <p><i>The benefits of privatization: evidence from México</i></p>	<p>Avaliar os efeitos da privatização no México, de modo a que seja possível responder empiricamente às questões: como é que a privatização funciona na pratica? As empresas tornam-se mais rentáveis? Qual o papel do poder de mercado e dos aumentos de preços na melhoria dessa rendibilidade? Os benefícios resultam da expropriação de rendimentos dos trabalhadores? Qual a importância da regulação no sucesso das privatizações?</p> <p>A metodologia assentou na análise pré e pós privatização de uma amostra de 218 empresas</p>	<p>Concluíram por uma forte evidência de grande aumentos na rendibilidade como resultado da privatização. Por exemplo, a rendibilidade das vendas aumentou 24 %. Estimam que os aumentos de preços só são responsáveis por 10 % desse acréscimo de rendibilidade</p> <p>No pós privatização as firmas desenvolvem processos de reestruturação conduzindo a aumentos de eficiência que se convertem em acréscimos de rendibilidade.</p> <p>As transferências dos trabalhadores</p>

<p>La Porta, R. and F. Lopez-de-Silanes (1997)</p> <p>(Cont.)</p>	<p>mexicanas privatizadas até 1992.</p> <p>Utilizam indicadores agrupados em sete áreas: rentabilidade, eficiência operativa, emprego e salários, investimentos, impostos, output e preços.</p>	<p>dispensados são uma importante fonte de incrementos de rentabilidade representando cerca de 33 % dos ganhos nos resultados operacionais, sendo que os trabalhadores que se mantêm, têm aumentos significativos nos salários reais.</p> <p>Os autores atribuem 52 % da melhoria do desempenho a ganhos de produtividade que resultam de melhores incentivos e somente 20 % às reduções nos custos do factor emprego.</p> <p>Concluem também que a desregulamentação, particularmente a retirada dos controlos administrativos de preços e quantidades e das barreiras comerciais jogam papéis importantes.</p>
<p>Galal, Jones, Tandon and Vogelsang (1992)</p> <p><i>Welfare consequences of selling public enterprises: an empirical analysis</i></p>	<p>Comparação do desempenho pós privatização de 12 empresas de 4 países, a maioria monopólios, com o que teria acontecido às empresas, caso não tivessem sido privatizadas.</p> <p>Os autores procuram responder, essencialmente, às questões de quem ganhou e quem perdeu com a privatização.</p>	<p>A principal conclusão vai no sentido da visão tradicional de que a privatização melhora o bem estar económico</p> <p>Os autores concluem que se verificaram ganhos no bem estar em 11 dos 12 casos.</p> <p>Não encontraram qualquer caso de diminuição significativa das condições dos trabalhadores, sendo que em 3 casos viram a situação beneficiada.</p>
<p>Boubakri, N. and J-C Cosset (1998)</p> <p><i>The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries</i></p>	<p>Exame da variação do desempenho operativo e financeiro de 79 empresas de 21 países em vias de desenvolvimento que experimentaram processos de privatização parcial ou total de 1980 a 1992.</p> <p>Em particular o estudo procura demonstrar se as empresas, na sequência da privatização melhoraram a sua rentabilidade, a eficiência operativa, o seu output e qual foi o impacto da privatização no emprego, na estrutura de capitais, no investimento e nos dividendos.</p> <p>Foram usados os mesmos rácios e métodos que no estudo de Megginson et al (1994)</p> <p>Procuraram isolar os efeitos da privatização das variações macro-económicas no desempenho, usando medidas ajustadas ao mercado.</p>	<p>Para a amostra global, quer com dados ajustados e não ajustados, os resultados empíricos evidenciam acréscimos significativos na rentabilidade, na eficiência operativa, no investimento, no output, nível de emprego e dividendos. O declínio no endividamento verificado só é significativo para dados não ajustados.</p> <p>Os autores confirmam que a propriedade parece ser um elemento importante para o desempenho das empresas. Na verdade, a melhoria da eficiência e da rentabilidade resultantes de uma maior ênfase nos lucros estão associadas à mudança de propriedade, não podendo ser atribuídas à estrutura de mercado</p>
<p>Megginson, W., R. Nash, and M. Randenborgh (1994)</p> <p><i>The financial and operating performance of</i></p>	<p>O estudo visa comparar o desempenho financeiro e operativo pré e pós privatização de 61 empresas de 18 países e de 32 sectores industriais que experimentaram processos de privatização de 1961 a 1990.</p> <p>A selecção da amostra considerou apenas empresas privatizadas em operações públicas,</p>	<p>Os resultados obtidos provam fortes melhorias de desempenho sem sacrificar o emprego.</p> <p>Especificamente, depois de privatizadas, as empresas aumentaram as vendas reais, tornaram-se mais rentáveis, aumentaram o investimento, melhoraram a eficiência</p>

<p><i>newly privatized firms: an international empirical analysis</i></p>	<p>considerando-se que este método permite uma amostra não enviesada, porque as principais firmas foram privatizadas segundo aquele método, sendo que, geralmente, são estas as empresas mais importantes e significativas de cada país.</p> <p>As hipóteses que se consideram é que a privatização permita melhorar a eficiência operativa e financeira das antigas empresas públicas, ao nível de incrementos na rendibilidade, eficiência operativa, output, dividendos, investimento e diminuições ao nível do endividamento e do emprego.</p>	<p>operativa, aumentaram o emprego e o nível dos dividendos. Para além disso, o nível do endividamento diminuiu.</p> <p>Finalmente, os autores documentam mudanças significativas na composição dos conselhos de administração e que quanto maior for essa mudança, maior a melhoria do desempenho operativo e financeiro depois da privatização.</p> <p>Os resultados são robustos mesmo quando a amostra global é dividida em sub-amostras relativas a grupos de empresas de sectores concorrenciais vs não concorrenciais, com estrutura de propriedade concentrada vs atomizada, países desenvolvidos vs em vias de desenvolvimento</p> <p>Para os autores, os dados disponíveis não permitem documentar as causas destas melhorias no desempenho na sequência das privatizações, sendo que, sentem que a melhor explicação é que a propriedade privada, mesmo que parcial, permitindo internalizar esses acréscimos de desempenho, está associada com mudanças nos esquemas de compensação e nas políticas de incentivos dos gestores e do restante pessoal</p>
<p>Ramanurti, Ravi (1997)</p> <p><i>Testing the limits of privatization: Argentine Railroads</i></p>	<p>Estudo da experiência argentina de privatização dos caminhos de ferro</p> <p>A empresa era altamente deficitária antes da privatização, requerendo subsídios do governo de cerca de 1% do PNB</p>	<p>O autor conclui que a produtividade laboral aumentou cerca de 370 %, sendo que o nº de empregados do sector ferroviário se reduziu para cerca de 20 % do que era antes da privatização.</p> <p>Os subsídios operativos reduziram-se a zero e os consumidores beneficiaram da expansão dos serviços ferroviários com melhor qualidade e a preços mais baixos.</p> <p>O autor conclui que todos estes benefícios não teriam sido possíveis sem a privatização.</p>
<p>D'Souza, J. and W. Megginson (1999)</p> <p><i>The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s</i></p>	<p>O estudo compara o desempenho financeiro e operativo pré e pós privatização de 85 empresas de 28 países (13 em vias de desenvolvimento e 15 industrializados) que passaram por processos parciais ou totais de privatização via OPVs, de 1990a 1996.</p> <p>AS empresas que compõem a amostra são essencialmente do sector da distribuição eléctrica (20), banca (15), telecomunicações (15) e petróleos (4).</p>	<p>Os autores documentam acréscimos significativos de rendibilidade, vendas reais, eficiência operativa e pagamento de dividendos e significativos decréscimos no endividamento. Os decréscimos verificados no investimento e no nível de emprego não são estatisticamente significativos.</p> <p>Este estudo combinado com os dois estudos anteriores, apoiam fortemente a hipótese de que a privatização conduz a acréscimos acentuados do seu desempenho.</p>

	As hipóteses testadas são as mesmas dos estudos anteriores.	
Barberis, N, Boyco, Shleifer and Tsukanova (1996) <i>How does privatizations work? evidence from the russian shops</i>	Análise de 452 lojas russas, privatizadas entre 1992 e 1993, com vista ao estudo das etapas e métodos de reestruturação seguintes à privatização. A reestruturação foi medida com base na renovação principal, nas mudanças de fornecedores, no aumento das horas de abertura ao público e nos despedimentos de trabalhadores.	A presença de novos donos e gestores aumenta a possibilidade da reestruturação. Não há evidência de que incentivos de acções para os antigos gestores promovam a reestruturação. A reestruturação requer novas pessoas, com capacidades e motivação de trabalho para uma economia de mercado.
Claessens and Djankov (1997) <i>Politicians and firms in seven central and eastern european countries</i>	O estudo procura testar as implicações do modelo de Shleifer and Vishny sobre os benefícios da privatização nas situações em que os políticos influenciam as empresas públicas a seguirem objectivos políticos. A amostra objecto de análise consiste em mais de 6.300 empresa em sete países da Europa oriental, comparando o desempenho das empresas privatizadas com as ainda públicas. A variável de medida usada foi o factor de produtividade total que mede as variações da eficiência no uso de inputs (factores de produção, trabalho, materiais e capital) para produzir um dado output.	Os autores documentam forte apoio às hipóteses do modelo de SV. As empresas públicas empregam mais trabalho, têm menor produtividade laboral, recebem mais financiamentos e subsídios directos, e têm custos variáveis mais elevados que as empresas privatizadas As empresas públicas também mostram ter um crescimento da produtividade muito menor que as empresas privatizadas. As diferenças não podem ser atribuídas à envolvente global das empresas nem ao enviesamento provocado pela selecção do programa de privatizações. Os resultados demonstram os benefícios da privatização.
Claessens, Djankov and Pohl (1997) <i>Ownership and corporate governance: evidence from the Czech Republic</i>	Análise de 706 empresas privatizadas de 1992 a 1995 na República Checa, através de vários indicadores de concentração da propriedade, de valorização do mercado e de rendibilidade Na avaliação das empresas, os autores usaram o Q de Tobin, que é o quociente do valor de mercado pelo valor de substituição dos activos fixos	Concluem que quanto mais concentrada estiver a propriedade maior será o valor de mercado e a rendibilidade da empresa Grande concentração de propriedade em fundos de investimento patrocinados por bancos e investidores estratégicos parece ser particularmente importante na melhoria da governação e recuperação das empresas. Tudo isto porque o esquema checo de privatizações conduziu a uma estrutura de propriedade relativamente concentrada.
Frydman, Gray, Hessel and Rapaczynski (1997) <i>Private ownership and corporate performance: some lessons from transition economies</i>	Comparação do desempenho antes e depois da privatização de uma amostra de empresas privatizadas em relação com uma amostra de empresas públicas, num ambiente de transição de uma economia pós comunista na República Checa, Hungria e Polónia. A comparação baseia-se em quatro medidas de desempenho: rendimentos, emprego, rendimento por empregado e custos por unidade de rendimento	Apresentam uma forte evidência de que a propriedade privada, excepto no caso de os trabalhadores serem os proprietários, melhora de um modo muito significativo o desempenho das empresas. Mais importante, ainda, é a conclusão de que os níveis de emprego aumentaram em relação às empresas públicas, facto este que permite sustentar que a privatização se está tornando numa estratégia dominante para o emprego, naquelas economias em transição.

Apêndice V - Quadro 1
EMPRESAS PRIVATIZADAS (Receitas Obtidas) - Até final de 1998

Valores em contos

Empresa	Ano	Estado	IPE	QUIMIGAL	RNIP	PEC's	Total
ACTA 1ª	1991		329.178				329.178
ACTA 2ª	1992		86.386				86.386
AGA	1994	300.000					300.000
AGROQUISA	1995			405.000			405.000
AIN	1994		42.070				42.070
ALIANÇA SEG. 1ª	1989	7.106.786					7.106.786
ALIANÇA SEG. 2ª	1991	6.791.733					6.791.733
ALIANÇA/UAP/N VIDA	1995		914.505				914.505
ALIANÇA/UAP/VIDA	1995		2.928.583				2.928.583
ATLANPORT	1989			29.883			29.883
BANIF	1992	5.329.262					5.329.262
BERALT & TIN	1995		18.658				18.658
BESCL 1ª	1991	60.866.056					60.866.056
BESCL 2ª	1992	89.017.590					89.017.590
BFB 1ª	1991	36.080.000					36.080.000
BFB 2ª	1992	8.988.690					8.988.690
BFE 1ª	1994	19.408.258					19.408.258
BFE 2ª	1996	136.000.000					136.000.000
BFE 3ª	1997	5.600.000					5.600.000
BONANÇA 1ª	1991	18.835.773					18.835.773
BONANÇA 2ª	1992	4.300.760					4.300.760
BONANÇA 3ª	1994	6.600.010					6.600.010
BPA 1ª	1990	49.752.694					49.752.694
BPA 2ª	1992	50.625.000					50.625.000
BPA 3ª	1993	32.374.857					32.374.857
BPA 3ª	1994	15.375.000					15.375.000
BPA 5ª	1995	75.125.935					75.125.935
BPSM	1994	37.283.200					37.283.200
BPSM 2ª	1995	6.770.112					6.770.112
BRISA	1989		212.771				212.771
BRISA	1990		2.191.873				2.191.873
BRISA 1ª	1997	55.000.000					55.000.000
BRISA 1ª	1997	43.200.000					43.200.000
BRISA 2ª	1998	72.800.000					72.800.000
BRISA 2ª	1998	63.500.000					63.500.000
BRISA 2ª	1998	14.100.000					14.100.000
BTA 1ª	1989	28.579.391					28.579.391
BTA 2ª	1990	22.355.243					22.355.243
BTA 3ª	1996	4.500.000					4.500.000
BTA 3ª	1996	16.000.000					16.000.000
C P H	1993		108.708				108.708
CAICA	1990			716			716
CAICA / AIN	1994		1				1
CELBI	1995		10.151.213				10.151.213
CELBI	1995		572.271				572.271
CENTRALCER	1990	34.585.135					34.585.135
CIMPOR	1994	39.610.032					39.610.032
CIMPOR 2ª	1996	50.200.000					50.200.000
CIMPOR 2ª	1996	65.300.000					65.300.000
CIMPOR 3ª		81.800.000					81.800.000
CIMPOR 3ª		48.400.000					48.400.000
CIVE	1993		95.216				95.216
CMP	1994	31.822.336					31.822.336
CNP 1ª	1996	12.700.000					12.700.000

Apêndice V - Quadro 1
EMPRESAS PRIVATIZADAS (Receitas Obtidas) - Até final de 1998

Valores em contos

Empresa	Ano	Estado	IPE	QUIMIGAL	RNIP	PEC's	Total
CNP 2ª	1996	100.000					100.000
CMP 2ª	1995	7.781.413					7.781.413
COMETNA	1993		78.657				78.657
COMINGERSOL	1995		29.423				29.423
COOP CADAVAL	1989			700			700
COSEC	1992	100.546					100.546
COSEC	1992	1.541.205					1.541.205
COVINA	1990		7.639.668				7.639.668
CPP	1992	40.824.057					40.824.057
CUFTESTEIS	1991			550.000			550.000
CUFTRANS	1991			30.000			30.000
D. NOTÍCIAS	1991	8.415.010					8.415.010
EDP 1º	1997	211.100.000					211.100.000
EDP 1ª	1997	180.400.000					180.400.000
EDP 2ª	1998	58.100.000					58.100.000
EDP 3ª	1998	283.400.000					283.400.000
EDP 3ª	1998	146.300.000					146.300.000
EFACEC	1992		2.053.343				2.053.343
EMPCOR	1994		60.822				60.822
EMPTTEL	1993		2.510.002				2.510.002
ENEF	1995			293.667			293.667
ERTCUF	1987			20.347			20.347
FAB. PORTUGAL	1993		217.944				217.944
FISIPE 1ª	1989			2.219.211			2.219.211
FISIPE 2ª	1994			791.450			791.450
FORUM/ATLANT.	1992			1.400			1.400
FOSFOREIRA	1990		112.219				112.219
G. ALDEIAS	1991			3.607			3.607
ICOSAL	1993		335.935				335.935
IMOC	1992		450.000				450.000
IMPÉRIO	1992	25.512.186					25.512.186
INTERCUF	1989			67.408			67.408
INTERFORMA	1995		53.489				53.489
IPETEX	1993		92.497				92.497
ISOPOR	1989			1.127.294			1.127.294
J. NOTÍCIAS	1990	7.525.928					7.525.928
L P Q	1995			7.500			7.500
LISNAVE	1989		2.133.734				2.133.734
LUSAGUA	1994		33.787				33.787
LUSOFANE 1ª	1987			447			447
LUSOFANE 2ª	1990			778.035			778.035
LUSOL (SOVENA)	1991			5.900.000			5.900.000
METALSINES	1991		132.882				132.882
MUNDIAL CONF.	1992	33.440.519					33.440.519
NACIONAL	1992		2.812.792				2.812.792
NACIONALGAS	1994		186.219				186.219
NEMOTO	1995		20.700				20.700
NUTASA	1991			1.600.000			1.600.000
NUTRINVESTE 1ª	1992		2.487.894				2.487.894
NUTRINVESTE 2ª	1993		2.627.060				2.627.060
PEC-BAL	1993					174.974	174.974
PEC-NORDESTE	1993					88.930	88.930
PEC-TEJO	1993					268.440	268.440
PESCRUL	1995		39.000				39.000

Apêndice V - Quadro 1
EMPRESAS PRIVATIZADAS (Receitas Obtidas) - Até final de 1998

Valores em contos

Empresa	Ano	Estado	IPE	QUIMIGAL	RNIP	PEC's	Total
PESCRUL	1995		1.976				1.976
PETROGAL	1992	40.800.000					40.800.000
PETROGAL 2ª	1995	40.000.000					40.000.000
PETRÓLEO M.A.	1990		161.724				161.724
PLASQUISA	1992			70.000			70.000
PORTLINE	1988		1.200.000				1.200.000
PORTLINE	1991	5.750.000					5.750.000
PORTUCEL IND 1ª	1995	39.514.800					39.514.800
PREVINIL	1991			472.499			472.499
PT 1ª	1995	142.625.000					142.625.000
PT 2ª	1996	42.700.000					42.700.000
PT 2ª	1996	103.700.000					103.700.000
PT 3ª	1997	125.600.000					125.600.000
PT 3ª	1997	148.800.000					148.800.000
PT 3ª	1997	88.700.000					88.700.000
QUIMIBOL	1993			33.786			33.786
QUIMIBRO	1990			200.000			200.000
QUIMIGAL	1997	8.100.000					8.100.000
QUIMIPEDRA	1991			13.600			13.600
QUIMITÉCNICA	1993			650.000			650.000
RADIO COMERCIAL	1993	1.240.441					1.240.441
ROD DOURO	1992				539.624		539.624
ROD. ALENTEJO	1993				3.382.990		3.382.990
ROD. ALGARVE	1992				2.870.853		2.870.853
ROD. BEIRA INTERIOR	1993				500.136		500.136
ROD. BEIRA LITORAL	1993				1.791.189		1.791.189
ROD. ESTREMADURA	1994				3.359.204		3.359.204
ROD. LISBOA	1995				6.025.224		6.025.224
ROD. SUL TEJO	1995				4.019.040		4.019.040
ROD. TEJO	1993				1.974.460		1.974.460
RODOCARGO	1992				451.051		451.051
S M N	1991		57.582				57.582
S N F	1992		347.546				347.546
SECIL	1994	31.187.520					31.187.520
SECIL 2ª	1995	4.746.744					4.746.744
SECLA	1988		208.000				208.000
SEFIS	1991		865.731				865.731
SENETE	1995		1.354.000				1.354.000
SENETE	1995		200.000				200.000
SFP	1991	16.053.910					16.053.910
SIBELCO	1993		400.000				400.000
SICEL	1991		82.275				82.275
SIGA	1988			2.767			2.767
SISTEL	1993		1				1
SITENOR	1987			2.806			2.806
SNAB	1995	854.509					854.509
SN-LONGOS	1995	3.744.000					3.744.000
SN-PLANOS	1995	5.399.100					5.399.100
SOCARMAR	1993	1.815.470					1.815.470
SOCARMAR 2ª	1995	1.795.794					1.795.794
SOCITREL	1989		1.667.688				1.667.688
SOGEFI	1993		4.470.877				4.470.877
SOGESTIL	1989			4.000			4.000
SOPONATA	1995		89.085				89.085

Apêndice V - Quadro 1
EMPRESAS PRIVATIZADAS (Receitas Obtidas) - Até final de 1998

Valores em contos

Empresa	Ano	Estado	IPE	QUIMIGAL	RNIP	PEC's	Total
SOPONATA (Dez)	1994		1.698.668				1.698.668
SOPONATA (Maio)	1994		11.057				11.057
SOREFAME 1ª	1990		4.080.000				4.080.000
SOREFAME 2ª	1991		4.093.653				4.093.653
SOTINCO	1989			583.926			583.926
SPR	1994		148.493				148.493
SPR	1995		56.372				56.372
TABAQUEIRA	1996	33.200.000					33.200.000
TANQUIPOR	1992			250.000			250.000
TANQUIPOR	1995			500.100			500.100
TRANQUILIDADE 1ª	1989	25.777.577					25.777.577
TRANQUILIDADE 2ª	1990	18.910.231					18.910.231
TRANSINSULAR	1988		405.600				405.600
TRANSINSULAR	1990	1.775.503					1.775.503
TRANSPORTA	1992				643.091		643.091
UBP	1993	24.419.402					24.419.402
UBP 2ª	1995	7.500.000					7.500.000
UNICAR	1994		99.800				99.800
UNICER 1ª	1989	9.355.770					9.355.770
UNICER 2ª	1990	13.289.687					13.289.687
UNISOL 1ª	1990			5.122.918			5.122.918
UNISOL 2ª	1991			6.079.563			6.079.563
VALMET	1993		734.135				734.135
VIDROS SEGUR	1990		1.089.000				1.089.000
Total		3.348.880.175	65.282.763	27.812.630	25.556.862	532.344	3.468.064.774

Fontes: GAFEEP (1995) para o período de 1989 a 1995 e Ministério das Finanças (1999) para o período de 1996 a 1998

Apêndice V - Quadro 2
EMPRESAS PRIVATIZADAS DIRECTAMENTE PELO ESTADO
Receitas Obtidas até final de 1998 (Totais por anos)

Valores em contos

Empresa	Ano	Estado	Total
ALIANÇA SEG. 1ª	1989	7.106.786	
BTA 1ª	1989	28.579.391	
TRANQUILIDADE 1ª	1989	25.777.577	
UNICER 1ª	1989	9.355.770	70.819.524
BPA 1ª	1990	49.752.694	
BTA 2ª	1990	22.355.243	
CENTRALCER	1990	34.585.135	
J. NOTÍCIAS	1990	7.525.928	
TRANQUILIDADE 2ª	1990	18.910.231	
TRANSINSULAR	1990	1.775.503	
UNICER 2ª	1990	13.289.687	148.194.421
ALIANÇA SEG. 2ª	1991	6.791.733	
BESCL 1ª	1991	60.866.056	
BFB 1ª	1991	36.080.000	
BONANÇA 1ª	1991	18.835.773	
D. NOTÍCIAS	1991	8.415.010	
PORTLINE	1991	5.750.000	
SFP	1991	16.053.910	152.792.482
BANIF	1992	5.329.262	
BESCL 2ª	1992	89.017.590	
BFB 2ª	1992	8.988.690	
BONANÇA 2ª	1992	4.300.760	
BPA 2ª	1992	50.625.000	
COSEC	1992	100.546	
COSEC	1992	1.541.205	
CPP	1992	40.824.057	
IMPÉRIO	1992	25.512.186	
MUNDIAL CONF.	1992	33.440.519	
PETROGAL	1992	40.800.000	300.479.815
BPA 3ª	1993	32.374.857	
RADIO COMERCIAL	1993	1.240.441	
SOCARMAR	1993	1.815.470	
UBP	1993	24.419.402	59.850.170
AGA	1994	300.000	
BFE 1ª	1994	19.408.258	
BONANÇA 3ª	1994	6.600.010	
BPA 3ª	1994	15.375.000	
BPSM	1994	37.283.200	
CIMPOR	1994	39.610.032	
CMP	1994	31.822.336	
SECIL	1994	31.187.520	181.586.356

Apêndice V - Quadro 2
EMPRESAS PRIVATIZADAS DIRECTAMENTE PELO ESTADO
Receitas Obtidas até final de 1998 (Totais por anos)

Valores em contos

Empresa	Ano	Estado	Total
BPA 5ª	1995	75.125.935	
BPSM 2ª	1995	6.770.112	
CMP 2ª	1995	7.781.413	
PETROGAL 2ª	1995	40.000.000	
PORTUCEL IND 1ª	1995	39.514.800	
PT 1ª	1995	142.625.000	
SECIL 2ª	1995	4.746.744	
SNAB	1995	854.509	
SN-LONGOS	1995	3.744.000	
SN-PLANOS	1995	5.399.100	
SOCARMAR 2ª	1995	1.795.794	
UBP 2ª	1995	7.500.000	335.857.407
BFE 2ª	1996	136.000.000	
BTA 3ª	1996	4.500.000	
BTA 3ª	1996	16.000.000	
CIMPOR 2ª	1996	50.200.000	
CIMPOR 2º	1996	65.300.000	
CNP 1ª	1996	12.700.000	
CNP 2ª	1996	100.000	
PT 2ª	1996	42.700.000	
PT 2ª	1996	103.700.000	
TABAQUEIRA	1996	33.200.000	464.400.000
BFE 3ª	1997	5.600.000	
BRISA 1ª	1997	55.000.000	
BRISA 1ª	1997	43.200.000	
EDP 1ª	1997	180.400.000	
EDP 1º	1997	211.100.000	
PT 3ª	1997	88.700.000	
PT 3ª	1997	125.600.000	
PT 3ª	1997	148.800.000	
QUIMIGAL	1997	8.100.000	866.500.000
BRISA 2ª	1998	14.100.000	
BRISA 2ª	1998	63.500.000	
BRISA 2ª	1998	72.800.000	
CIMPOR 3ª	1998	48.400.000	
CIMPOR 3ª	1998	81.800.000	
EDP 2ª	1998	58.100.000	
EDP 3ª	1998	146.300.000	
EDP 3ª	1998	283.400.000	768.400.000
Total		3.348.880.175	3.348.880.175

Fontes: GAFEEP (1995) para o período de 1989 a 1995 e Ministério das Finanças (1999a) para o período de 1996 a 1998

Apêndice V - Quadro 3
Mercado de Cotações Oficiais
Capitalização Bolsista e Transacções

A capitalização bolsista reporta-se a 31-12-98 e as transacções respeitam ao valor acumulado do ano de 1998

Sociedades	Capitalização Bolsista		Transacções	
	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)
Portugal Telecom	1.113.294.042	10,57	1.772.081.824.090	20,764
EDP	1.054.111.617	10,01	879.216.855.687	10,302
BCP	1.033.890.281	9,82	982.119.830.542	11,508
Telecel	750.350.000	7,13	402.039.738.026	4,711
Jerónimo Martins	650.593.457	6,18	254.530.422.527	2,982
BESCL	622.632.500	5,91	361.715.957.258	4,238
BPI	451.631.378	4,29	421.015.577.173	4,933
BPA	441.223.900	4,19	253.578.794.574	2,971
Modelo Continente	409.696.400	3,89	100.787.358.960	1,181
Cimpor	409.523.900	3,89	460.704.614.877	5,398
Brisa	378.424.327	3,59	323.822.716.202	3,794
BPSM	365.720.235	3,47	314.139.348.916	3,681
Sonae Investimentos	332.000.000	3,15	246.030.104.958	2,883
Mundial-Confiança	263.898.000	2,51	235.037.634.355	2,754
BTA	246.000.000	2,34	168.230.057.717	1,971
Soporcel	173.210.729	1,64	13.435.182.026	0,157
Banco Melo	146.300.000	1,39	109.782.583.883	1,286
Sonae Imobiliária	122.812.500	1,17	56.583.349.715	0,663
Imparsa	113.373.000	1,08	349.823.655.271	4,099
Tranquilidade	103.531.000	0,98	48.958.915.799	0,574
Teixeira Duarte	96.600.000	0,92	2.769.959.137	0,032
SIVA	85.440.000	0,81	19.757.331.000	0,232
CPP	82.137.000	0,78	13.153.596.278	0,154
SEMAPA	79.992.733	0,76	57.233.631.123	0,671
Unicer	79.443.000	0,75	30.734.229.361	0,360
Sonae Indústria	73.593.000	0,70	64.906.756.554	0,761
Império	63.290.500	0,60	67.128.697.171	0,787
Banif	53.707.500	0,51	15.312.226.462	0,179
Ibersol	43.198.000	0,41	29.179.495.585	0,342
Portucel Industrial	43.142.400	0,41	102.473.982.251	1,201
Corticeira Amorim	35.035.000	0,33	32.839.229.408	0,385
CIN	33.157.500	0,31	16.246.056.676	0,190
INAPA	32.400.000	0,31	19.242.100.615	0,225
Salvador caetano	32.270.000	0,31	2.615.186.432	0,031
Finibanco	32.160.000	0,31	5.972.596.477	0,070
Banco Esp. Santo Inv.	30.100.000	0,29	2.951.966.424	0,035
Mota & Companhia	28.546.000	0,27	20.213.483.143	0,237
Mague	26.228.700	0,25	7.300.738.579	0,086
Mundicenter	24.462.500	0,23	10.303.314.560	0,121
Investec	23.520.000	0,22	16.024.537.765	0,188

Apêndice V - Quadro 3
Mercado de Cotações Oficiais
Capitalização Bolsista e Transacções

A capitalização bolsista reporta-se a 31-12-98 e as transacções respeitam ao valor acumulado do ano de 1998

Sociedades	Capitalização Bolsista		Transacções	
	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)
Lusomundo	21.756.000	0,21	10.790.987.990	0,126
Vista Alegre	20.295.000	0,19	4.314.395.351	0,051
Centralcer	20.045.000	0,19	2.440.914.703	0,029
ENGIL	18.676.696	0,18	32.236.050.830	0,378
Efacec	17.905.176	0,17	26.495.648.456	0,310
Estoril-Sol	17.461.212	0,17	5.853.672.508	0,069
Barbosa & Almeida	17.400.397	0,17	12.913.015.023	0,151
Somague	17.014.500	0,16	23.234.007.397	0,272
Colep	14.787.107	0,14	22.723.808.861	0,266
Lusotur	14.606.250	0,14	4.899.163.974	0,057
Central	14.000.000	0,13	1.898.131.031	0,022
Atlantis	13.481.197	0,13	7.885.922.160	0,092
ESPART	13.200.000	0,13	1.200.241.370	0,014
Credit Lyonnais Portugal	12.601.575	0,12	1.622.777.228	0,019
Imoleasing	11.556.000	0,11	1.869.506.299	0,022
Cofina	10.925.000	0,10	18.152.049.108	0,213
Lisgráfica	9.840.000	0,09	5.920.088.735	0,069
F Ramada	8.400.000	0,08	9.902.875.526	0,116
Cires	7.770.000	0,07	734.210.761	0,009
Celulose do caima	7.498.512	0,07	4.996.248.445	0,059
Sumolis	7.318.608	0,07	5.876.506.789	0,069
A. Silva & Silva	7.243.175	0,07	6.448.608.479	0,076
D. Pedro	6.000.000	0,06	442.402.592	0,005
Caima Cerâmica	5.688.900	0,05	2.489.518.396	0,029
Soares da Costa	5.278.000	0,05	14.776.500.751	0,173
Locapor	4.316.000	0,04	843.316.634	0,010
Fisipe	3.792.231	0,04	995.662.238	0,012
Compta	3.510.000	0,03	1.190.922.908	0,014
Tertir	3.484.500	0,03	1.492.248.574	0,017
Grão Pará	3.045.000	0,03	1.041.464.418	0,012
BICC Cel-Cat	2.268.000	0,02	2.805.594.804	0,033
ITI	2.217.600	0,02	2.606.359.423	0,031
Lisnace	2.176.014	0,02	97.876.501	0,001
Papelaria Fernandes	1.732.500	0,02	719.025.169	0,008
Reditus	946.000	0,01	2.083.142.195	0,024
Orey Antunes	799.000	0,01	286.987.413	0,003
Totais	10.529.676.249	100,00	8.534.273.490.597	100,00

Fonte: Bolsa de Valores de Lisboa (1998), Análise do Mercado de Valores Mobiliários

Apêndice V - Quadro 4

As 20 Sociedades com Maiores Capitalizações Bolsistas

A capitalização bolsista reporta-se a 31-12-98 e as transacções respeitam ao valor acumulado do ano de 1998

Sociedades	Capitalização Bolsista		Transacções	
	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)	Valor (10 ³ Esc)	Quota (%)
Portugal Telecom	1.113.294.042	10,57	1.772.081.824.090	20,76
EDP	1.054.111.617	10,01	879.216.855.687	10,30
BCP	1.033.890.281	9,82	982.119.830.542	11,51
Telecel	750.350.000	7,13	402.039.738.026	4,71
Jerónimo Martins	650.593.457	6,18	254.530.422.527	2,98
BESCL	622.632.500	5,91	361.715.957.258	4,24
BPI	451.631.378	4,29	421.015.577.173	4,93
BPA	441.223.900	4,19	253.578.794.574	2,97
Modelo Continente	409.696.400	3,89	100.787.358.960	1,18
Cimpor	409.523.900	3,89	460.704.614.877	5,40
Brisa	378.424.327	3,59	323.822.716.202	3,79
BPSM	365.720.235	3,47	314.139.348.916	3,68
Sonae Investimentos	332.000.000	3,15	246.030.104.958	2,88
Mundial-Confiança	263.898.000	2,51	235.037.634.355	2,75
BTA	246.000.000	2,34	168.230.057.717	1,97
Soporcel	173.210.729	1,64	13.435.182.026	0,16
Banco Melo	146.300.000	1,39	109.782.583.883	1,29
Sonae Imobiliária	122.812.500	1,17	56.583.349.715	0,66
Imparsa	113.373.000	1,08	349.823.655.271	4,10
Tranquilidade	103.531.000	0,98	48.958.915.799	0,57
Totais as 20 maiores	9.182.217.266	87,20	7.753.634.522.556	90,85
Privatizadas	5.144.659.521	48,86	4.927.269.303.358	57,74
Não privatizadas	4.037.557.745	38,34	2.826.365.219.198	33,12
Restantes (Privatizadas e não Privat)	1.347.458.983	12,80	780.638.968.041	9,15
Total Mercado Cotações Oficiais	10.529.676.249	100,00	8.534.273.490.597	

Fonte: Bolsa de Valores de Lisboa (1998), Análise do Mercado de Valores Mobiliários

APÊNDICE VI

AMOSTRA DE EMPRESAS PRIVATIZADAS INDICADORES ECONÓMICO-FINANCEIROS

Deste Apêndice constam os elementos informativos de base sobre as 20 empresas privatizadas que compõem a amostra, a partir dos quais foram calculados os indicadores de desempenho pré e pós privatização definidos no capítulo 5.

A informação usada é de domínio público e consta dos prospectos de privatização, dos relatórios e contas e de estudos e análises económico-financeiras publicadas por diversos intermediários financeiros do mercado de capitais.

Os cálculos detalhados relativos ao apuramento tanto da média e da mediana de cada indicador como do teste de Wilcoxon para a amostra global e para as diferentes subamostras, devido à sua dimensão (cerca de 150 páginas) não se anexam. No entanto, desde que solicitados, serão de imediato disponibilizados.

Empresas que integram a amostra:

Banco Espírito Santo
Banco Pinto e Sotto Maior
Banco Português do Atlântico
Banco Totta & Açores
Bonança
Centralcer
Cimpor
Cosec
Crédito Predial Português
Diário de Notícias
Império
Jornal de Notícias
Mundial Confiança
Petrogal
Portucel Industrial
Portugal Telecom
Secil
Tranquilidade
Transinsular
Unicer

BANCO ESPÍRITO SANTO

Valores em milhares de contos

	n - 5	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	1.950	2.742	3.501	6.512	12.586	15.729	17.535	20.200	17.624	18.510	21.472	24.284
Resultado Operacional	1.668	2.907	2.722	9.801	13.493	17.759	15.439	21.657	24.094	22.080	25.085	28.130
Vendas	23.695	35.062	38.792	53.213	66.568	78.722	83.251	89.058	83.145	83.428	94.964	110.088
Activo	688.856	811.707	981.034	1.135.001	1.197.356	1.402.581	1.685.062	2.005.677	2.176.287	2.484.931	2.902.745	3.344.060
Capital Próprio	14.450	17.567	25.199	37.685	55.632	82.734	107.333	116.293	121.128	141.714	146.494	153.896
Investimentos	1.350	1.900	4.050	4.500	9.750	9.500		13.044	14.536	20.193		
Passivo Total	674.406	794.140	955.835	1.097.316	1.141.724	1.319.847	1.577.729	1.889.384	2.055.159	2.343.217	2.756.251	3.190.164
Passivo de Longo Prazo												
Dividendos		1.300	1.500	2.500	6.000	8.800	9.680	11.090	9.902	10.003	11.532	13.105
Número de Empregados	6.384	6.401	6.621	6.659	6.735	6.729	6.426	5.864	5.714	5.889	5.625	5.308
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47	254,96
Vendas reais	21.213	28.692	28.964	35.286	38.925	41.322	40.128	40.307	35.771	34.479	38.066	43.179
Resultado líquido real	1.746	2.244	2.614	4.318	7.360	8.256	8.452	9.142	7.582	7.650	8.607	9.525

Indicadores:

Rendibilidade												
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0823	0,0782	0,0903	0,1224	0,1891	0,1998	0,2106	0,2268	0,2120	0,2219	0,2261	0,2206
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0704	0,0829	0,0702	0,1842	0,2027	0,2256	0,1855	0,2432	0,2898	0,2647	0,2642	0,2555
Rendibilidade do Activo	0,0024	0,0036	0,0028	0,0086	0,0113	0,0127	0,0092	0,0108	0,0111	0,0089	0,0086	0,0084
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1349	0,1561	0,1389	0,1728	0,2262	0,1901	0,1634	0,1737	0,1455	0,1306	0,1466	0,1578
Eficiência operativa												
Eficiência das Vendas	3,3	4,5	4,4	5,3	5,8	6,1	6,2	6,9	6,3	5,9	6,8	8,1
Eficiência do Resultado Líquido	0,3	0,4	0,4	0,6	1,1	1,2	1,3	1,6	1,3	1,3	1,5	1,8
Despesas de Investimento												
Despesas de capital / Vendas	0,0570	0,0542	0,1044	0,0846	0,1465	0,1207		0,1465	0,1748	0,2420		
Despesas de Capital / Activo	0,0020	0,0023	0,0041	0,0040	0,0081	0,0068		0,0065	0,0067	0,0081		
"Output"												
Vendas Reais	21.213	28.692	28.964	35.286	38.925	41.322	40.128	40.307	35.771	34.479	38.066	43.179
Emprego												
Emprego Total	6.384	6.401	6.621	6.659	6.735	6.729	6.426	5.864	5.714	5.889	5.625	5.308
Endividamento												
Passivo / Activo	0,9790	0,9784	0,9743	0,9668	0,9535	0,9410	0,9363	0,9420	0,9443	0,9430	0,9495	0,9540
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos												
Dividendos / Vendas		0,0371	0,0387	0,0470	0,0901	0,1118	0,1163	0,1245	0,1191	0,1199	0,1214	0,1190
Dividendos / Resultado Líquido		0,4741	0,4284	0,3839	0,4767	0,5595	0,5520	0,5490	0,5618	0,5404	0,5371	0,5397

Indicadores Médios:

	Período pré-privatização		Período pós-privatização	
	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das vendas	0,1124	0,0903	0,2197	0,2212
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,1221	0,0829	0,2505	0,2598
Rendibilidade do Activo	0,0057	0,0036	0,0095	0,0090
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1658	0,1561	0,1529	0,1522
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,7575	0,7299	1,0893	1,0607
Eficiência do Resultado Líquido	0,4499	0,3218	1,1987	1,1643
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0893	0,0846	0,1878	0,1748
Despesas de Capital / Activo	0,0041	0,0040	0,0071	0,0067
"Output"				
Vendas Reais	0,7409	0,7009	0,9355	0,9462
Emprego				
Emprego Total	6.560	6.621	5.804	5.789
Endividamento				
Passivo / Activo	0,9704	0,9743	0,9449	0,9437
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0532	0,0428	0,1200	0,1195
Dividendos / Resultado Líquido	0,4408	0,4513	0,5467	0,5447

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A.	7	7	15	15	19	17	19	19
Novos membros		2	11	12	16	15	17	2
Mudança do presidente do CA		N	S					

BANCO PORTUGUÊS DO ATLÂNTICO

Valores em milhares de contos

	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Resultado Líquido	1.153	2.105	2.811	5.050	12.012	25.022	20.232	22.330	20.094	10.172	20.679
Resultado Operacional	3.299	7.083	8.447	8.250	10.888	21.357	28.927	24.387	22.731	5.462	17.444
Vendas	23.303	33.100	42.900	54.719	68.960	76.252	95.511	94.174	84.273	73.827	82.061
Activo	901.188	1.090.400	1.230.500	1.381.349	1.454.781	1.804.051	1.981.626	2.440.096	2.707.288	2.959.161	3.450.838
Capital Próprio	14.185	16.040	19.991	26.580	40.843	70.586	137.220	146.237	165.805	115.283	130.459
Investimentos											
Passivo Total	887.003	1.074.360	1.210.509	1.354.769	1.413.938	1.733.465	1.844.406	2.293.859	2.541.483	2.843.878	3.320.379
Passivo de Longo Prazo											
Dividendos	0	0	1.000	0	4.800	10.000	12.000	13.200	12.540	0	0
Número de Empregados	6.255	6.428	6.450	6.254	6.125	5.974	5.822	5.303	5.147	5.916	4.908
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47
Vendas reais	20.862	27.087	32.031	36.284	40.324	40.025	46.037	42.622	36.256	30.511	32.894
Resultado líquido real	1.032	1.723	2.099	3.349	7.024	13.134	9.752	10.106	8.645	4.204	8.289

Indicadores:

Rendibilidade											
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0495	0,0636	0,0655	0,0923	0,1742	0,3281	0,2118	0,2371	0,2384	0,1378	0,2520
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,1416	0,2140	0,1969	0,1508	0,1579	0,2801	0,3029	0,2590	0,2697	0,0740	0,2126
Rendibilidade do Activo	0,0037	0,0065	0,0069	0,0060	0,0075	0,0118	0,0146	0,0100	0,0084	0,0018	0,0051
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0813	0,1312	0,1406	0,1900	0,2941	0,3545	0,1474	0,1527	0,1212	0,0882	0,1585
Eficiência operativa											
Eficiência das Vendas	3,3	4,2	5,0	5,8	6,6	6,7	7,9	8,0	7,0	5,2	6,7
Eficiência do Resultado Líquido	0,2	0,3	0,3	0,5	1,1	2,2	1,7	1,9	1,7	0,7	1,7
Despesas de Investimento											
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"											
Vendas Reais	20.862	27.087	32.031	36.284	40.324	40.025	46.037	42.622	36.256	30.511	32.894
Emprego											
Emprego Total	6.255	6.428	6.450	6.254	6.125	5.974	5.822	5.303	5.147	5.916	4.908
Endividamento											
Passivo / Activo	0,9843	0,9853	0,9838	0,9808	0,9719	0,9609	0,9308	0,9401	0,9388	0,9610	0,9622
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos											
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0233	0,0000	0,0696	0,1311	0,1256	0,1402	0,1488	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,3557	0,0000	0,3996	0,3996	0,5931	0,5911	0,6241	0,0000	0,0000

Indicadores Médios:

	Período pré-privatização		Período pós-privatização	
	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0677	0,0646	0,2342	0,2378
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,1758	0,1738	0,2330	0,2643
Rendibilidade do Activo	0,0057	0,0062	0,0086	0,0092
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1358	0,1359	0,1704	0,1501
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,6956	0,6972	1,0518	1,0440
Eficiência do Resultado Líquido	0,2821	0,2587	1,4328	1,4687
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"				
Vendas Reais	0,7208	0,7330	0,9438	0,9458
Emprego				
Emprego Total	6.347	6342	5.512	5563
Endividamento				
Passivo / Activo	0,9835	0,9840	0,9489	0,9505
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0058	0,0000	0,0910	0,1284
Dividendos / Resultado Líquido	0,0889	0,0000	0,3680	0,4954

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A.	5	5	5	5	7	7	7	7
Novos membros				1	2	2	6	7
Mudança do presidente do CA		N	N	N	N	N	S	

BANCO TOTTA E AÇORES

Valores em milhares de contos

	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Resultado Líquido	155	558	1.051	3.080	9.680	18.534	22.650	22.315	19.232	16.301	13.633
Resultado Operacional	81	153	676	2.867	10.399	21.727	23.712	26.511	19.286	18.923	15.530
Vendas	16.006	20.470	25.467	36.592	54.662	68.876	75.616	80.186	78.769	75.396	82.698
Activo	531.734	580.974	662.448	826.294	1.085.506	1.438.039	1.701.560	2.021.359	2.247.544	2.592.313	2.909.425
Capital Próprio	8.638	9.580	20.344	39.387	60.758	92.489	118.056	139.571	146.103	150.204	110.602
Investimentos											
Passivo Total	523.096	571.394	642.104	786.907	1.024.748	1.345.550	1.583.504	1.881.788	2.101.441	2.442.109	2.798.823
Passivo de Longo Prazo											
Dividendos	0	0	0	1.250	7.000	10.150	13.300	11.500	11.000	10.687	8.700
Número de Empregados	4.761	4.656	4.539	4.376	4.236	4.198	4.336	4.331	4.310	4.210	4.241
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47
Vendas reais	14.329	16.751	19.015	24.264	31.963	36.153	36.448	36.291	33.888	31.159	33.149
Resultado líquido real	139	457	785	2.042	5.660	9.729	10.917	10.100	8.274	6.737	5.465

Indicadores:

Rendibilidade											
Rendibilidade Lq. das vendas	0,0097	0,0273	0,0413	0,0842	0,1771	0,2691	0,2995	0,2783	0,2442	0,2162	0,1649
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0051	0,0075	0,0265	0,0784	0,1902	0,3155	0,3136	0,3306	0,2448	0,2510	0,1878
Rendibilidade do Activo	0,0002	0,0003	0,0010	0,0035	0,0096	0,0151	0,0139	0,0131	0,0086	0,0073	0,0053
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0179	0,0582	0,0517	0,0782	0,1593	0,2004	0,1919	0,1599	0,1316	0,1085	0,1233
Eficiência operativa											
Eficiência das Vendas	3,0	3,6	4,2	5,5	7,5	8,6	8,4	8,4	7,9	7,4	7,8
Eficiência do Resultado Líquido	0,0	0,1	0,2	0,5	1,3	2,3	2,5	2,3	1,9	1,6	1,3
Despesas de Investimento											
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000		0,0000	0,0000	0,0000	
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000		0,0000	0,0000	0,0000	
"Output"											
Vendas Reais	14.329	16.751	19.015	24.264	31.963	36.153	36.448	36.291	33.888	31.159	33.149
Emprego											
Emprego Total	4.761	4.656	4.539	4.376	4.236	4.198	4.336	4.331	4.310	4.210	4.241
Endividamento											
Passivo / Activo	0,9838	0,9835	0,9693	0,9523	0,9440	0,9357	0,9306	0,9310	0,9350	0,9421	0,9620
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos											
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0342	0,1281	0,1474	0,1759	0,1434	0,1396	0,1417	0,1052
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,0000	0,4058	0,7231	0,5476	0,5872	0,5153	0,5720	0,6556	0,6382

Indicadores Médios:

	Período pré-privatização		Período pós-privatização	
	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Lq. das vendas	0,0261	0,0273	0,2356	0,2442
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0130	0,0075	0,2619	0,2510
Rendibilidade do Activo	0,0005	0,0003	0,0104	0,0096
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0426	0,0517	0,1536	0,1593
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,6491	0,6489	1,4434	1,4180
Eficiência do Resultado Líquido	0,2143	0,2101	4,0746	4,1132
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"				
Vendas Reais	0,6882	0,6904	1,4074	1,3966
Emprego				
Emprego Total	4.652	4.656	4.266	4.241
Endividamento				
Passivo / Activo	0,9789	0,9835	0,9400	0,9357
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,1402	0,1417
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,6056	0,5872

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A	7	12	13	11	11	11	11
Novos membros	3	10	11	9	9	9	11
Mudança do presidente do CA	N	S		S			S

BPSM	Valores em milhares de contos								
	n - 5	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	1.288	1.522	2.073	1.031	1.239	1.979	10.126	12.221	16.555
Resultado Operacional	-5.137	-4.015	-1.549	8.790	-1.947	1.416	7.815	11.090	20.441
Vendas	27.602	64.943	67.736	49.187	56.661	55.816	67.390	59.186	73.484
Activo	960.950	1.030.935	1.114.120	1.259.001	1.388.838	1.475.439	1.704.551	1.801.442	1.995.743
Capital Próprio	23.183	34.444	40.610	59.869	60.851	62.580	125.870	122.710	123.051
Investimentos									
Passivo Total	937.767	996.491	1.073.510	1.199.132	1.327.987	1.412.859	1.578.681	1.678.732	1.872.692
Passivo de Longo Prazo									
Dividendos		150	0	0	0	0	6.180	6.180	6.180
Número de Empregados	6.498	6.243	5.920	5.776	5.589	5.716	5.244	5.104	4.816
Taxa de inflação	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1988)	112,60	127,69	142,24	154,90	164,97	173,55	180,67	186,27	190,37
Vendas reais	24.513	50.861	47.619	31.753	34.346	32.161	37.301	31.775	38.601
Resultado líquido real	1.144	1.192	1.457	666	751	1.140	5.605	6.561	8.696
Indicadores:									
Rendibilidade									
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0467	0,0234	0,0306	0,0210	0,0219	0,0355	0,1503	0,2065	0,2253
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,1861	-0,0618	-0,0229	0,1787	-0,0344	0,0254	0,1160	0,1874	0,2782
Rendibilidade do Activo	-0,0053	-0,0039	-0,0014	0,0070	-0,0014	0,0010	0,0046	0,0062	0,0102
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0556	0,0442	0,0510	0,0172	0,0204	0,0316	0,0804	0,0996	0,1345
Eficiência operativa									
Eficiência das Vendas	3,8	8,1	8,0	5,5	6,1	5,6	7,1	6,2	8,0
Eficiência do Resultado Líquido	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	1,1	1,3	1,8
Despesas de Investimento									
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"									
Vendas Reais	24.513	50.861	47.619	31.753	34.346	32.161	37.301	31.775	38.601
Emprego									
Emprego Total	6.498	6.243	5.920	5.776	5.589	5.716	5.244	5.104	4.816
Endividamento									
Passivo / Activo	0,9759	0,9666	0,9635	0,9524	0,9562	0,9576	0,9262	0,9319	0,9383
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos									
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0023	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0917	0,1044	0,0841
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0986	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,6103	0,5057	0,3733
Indicadores Médios:									
Rendibilidade	Período pré-privatização				Período pós-privatização				
	Médias	Medianas	Médias	Medianas	Médias	Medianas	Médias	Medianas	
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0287	0,0234	0,1940	0,2065					
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,0253	-0,0344	0,1938	0,1874					
Rendibilidade do Activo	-0,0010	-0,0014	0,0070	0,0062					
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0377	0,0442	0,1049	0,0996					
Eficiência operativa									
Eficiência das Vendas	1,1235	1,0922	1,2651	1,2642					
Eficiência do Resultado Líquido	0,8649	0,8824	6,9510	6,4437					
Despesas de Investimento									
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000					
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000					
"Output"									
Vendas Reais	1,1759	1,0679	1,1160	1,1598					
Emprego									
Emprego Total	6,005	5920	5,055	5104					
Endividamento									
Passivo / Activo	0,9629	0,9635	0,9321	0,9319					
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	0,0000		0,0000	0,0000					
Dividendos									
Dividendos / Vendas	0,0005	0,0000	0,0934	0,0917					
Dividendos / Resultado Líquido	0,0197	0,0000	0,4964	0,5057					
Estrutura Conselho Administração									
Dimensão do C.A	5	7	7	7	9				
Novos membros		5	6	6	8				
Mudança do presidente do CA		S							

CENTRALCER

Valores em milhares de contos

	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	204	486	929	228	411	373	350	-2754	1025	811	1225
Resultado Operacional	1030	1305	2982	2065	2665	2615	3413	99	3340	2894	
Vendas	17.139	19.868	27.117	29.504	32.417	31.710	32.715	32.713	37.643	37.920	38.203
Activo	19.085	21.909	25.008	32.358	30.905	38.519	42.671	42.159	43.886	42.467	44.055
Capital Próprio	7.624	9.872	10.606	12.946	13.357	16.137	16.488	13.734	14.758	15.569	16.794
Investimentos											
Passivo Total	11.461	12.037	14.402	19.416	17.548	22.382	26.183	28.425	29.128	26.898	27.261
Passivo de Longo Prazo	7.014	7.037	6.862	8.258	9.353	6.409	6.294	5.489	5.479	14.797	11.106
Dividendos	0	0	371	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de Empregados	2.729	2.654	2.665	2.289	1.971	1.630	1.424	1.390	1.355	1.312	1.255
Taxa de inflação	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1986)	109,40	119,90	135,01	153,10	170,56	185,73	197,81	208,09	216,62	223,34	228,25
Vendas reais	15.666	16.570	20.085	19.271	19.007	17.073	16.539	15.720	17.377	16.979	16.737
Resultado líquido real	186	405	688	149	241	201	177	-1.323	473	363	537

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0119	0,0245	0,0343	0,0077	0,0127	0,0118	0,0107	-0,0842	0,0272	0,0214	0,0321
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0601	0,0657	0,1100	0,0700	0,0822	0,0825	0,1043	0,0030	0,0887	0,0763	
Rendibilidade do Activo	0,0540	0,0596	0,1192	0,0638	0,0862	0,0679	0,0800	0,0023	0,0761	0,0681	
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0268	0,0492	0,0876	0,0176	0,0308	0,0231	0,0212	-0,2005	0,0695	0,0521	0,0729

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	5,7	6,2	7,5	8,4	9,6	10,5	11,6	11,3	12,8	12,9	13,3
Eficiência do Resultado Líquido	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,0	0,3	0,3	0,4

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

"Output"

Vendas Reais	15.666	16.570	20.085	19.271	19.007	17.073	16.539	15.720	17.377	16.979	16.737
--------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	2.729	2.654	2.665	2.289	1.971	1.630	1.424	1.390	1.355	1.312	1.255
---------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Endividamento

Passivo / Activo	0,6005	0,5494	0,5759	0,6000	0,5678	0,5811	0,6136	0,6742	0,6637	0,6334	0,6188
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	0,9200	0,7128	0,6470	0,6379	0,7002	0,3972	0,3817	0,3997	0,3713	0,9504	0,6613

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0137	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,3994	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0235	0,0245	0,0045	0,0127
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0786	0,0657	0,0728	0,0823
Rendibilidade do Activo	0,0776	0,0596	0,0635	0,0721
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0545	0,0492	0,0099	0,0308
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,7729	0,7416	1,3939	1,3796
Eficiência do Resultado Líquido	2,4555	2,3475	1,0347	1,9099
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas				
Despesas de Capital / Activo				
"Output"				
Vendas Reais	0,9050	0,8599	0,8854	0,8810
Emprego				
Emprego Total	2.683	2665	1.477	1390
Endividamento				
Passivo / Activo	0,5753	0,5759	0,6218	0,6188
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	0,7599	0,7128	0,5517	0,3997
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0046	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,1331	0,0000	0,0000	0,0000

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A	5	5	5	5	5	5	5	5	7
Novos membros		5	5	5	5	5	5	5	7
Mudança do presidente do CA		S							

CIMPOR

Valores em milhares de contos

	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	11.378	19.603	15.230	25.243	18.740	20.298	18.488
Resultado Operacional	11.388	20.314	18.887	21.364	27.239	17.770	26.352
Vendas	59.715	84.026	90.229	95.684	118.654	128.279	167.502
Activo	88.888	177.278	181.097	177.933	168.315	256.901	288.888
Capital Próprio	75.192	97.649	105.767	115.436	124.626	194.114	202.590
Investimentos	28.870	70.506	27.100	27.800	14.600	27.500	87.100
Passivo Total	13.696	73.916	70.698	55.142	36.522	49.376	69.811
Passivo de Longo Prazo	8	38.083	34.207	4.780	2.358	1.419	12.609
Dividendos	0	0	13.790	8.400	9.660	10.500	10.080
Número de Empregados	3.278	4.048	3.367	3.922	4.251	4.464	4.782
Taxa de inflação	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1990)	111,40	121,31	129,20	135,92	141,49	145,88	149,09
Vendas reais	53.604	69.263	69.837	70.398	83.860	87.936	112.352
Resultado líquido real	10.214	16.159	11.788	18.572	13.245	13.914	12.401

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das vendas	0,1905	0,2333	0,1688	0,2638	0,1579	0,1582	0,1104
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,1907	0,2418	0,2093	0,2233	0,2296	0,1385	0,1573
Rendibilidade do Activo	0,1281	0,1146	0,1043	0,1201	0,1618	0,0692	0,0912
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1513	0,2007	0,1440	0,2187	0,1504	0,1046	0,0913

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	16,35	17,11	20,74	17,95	19,73	19,70	23,49
Eficiência do Resultado Líquido	3,12	3,99	3,50	4,74	3,12	3,12	2,59

Despesas de investimento

Despesas de capital / Vendas	0,4835	0,8391	0,3003	0,2905	0,1230	0,2144	0,5200
Despesas de Capital / Activo	0,3248	0,3977	0,1496	0,1562	0,0867	0,1070	0,3015

"Output"

Vendas Reais	53.604	69.263	69.837	70.398	83.860	87.936	112.352
--------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	---------

Emprego

Emprego Total	3.278	4.048	3.367	3.922	4.251	4.464	4.782
---------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Endividamento

Passivo / Activo	0,1541	0,4169	0,3904	0,3099	0,2170	0,1922	0,2417
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0001	0,3900	0,3234	0,0414	0,0189	0,0073	0,0622

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,1528	0,0878	0,0814	0,0819	0,0602
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,9054	0,3328	0,5155	0,5173	0,5452

Indicadores Médios:

Rendibilidade

	Período pré-privatização		Período pós-privatização	
	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade Liq. das vendas	0,1975	0,1905	0,1422	0,1579
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,2139	0,2093	0,1751	0,1573
Rendibilidade do Activo	0,1157	0,1146	0,1074	0,0912
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1654	0,1513	0,1154	0,1046

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	1,0066	0,9532	1,1685	1,0990
Eficiência do Resultado Líquido	0,7468	0,7393	0,6213	0,6580

Despesas de investimento

Despesas de capital / Vendas	0,5410	0,4835	0,2858	0,2144
Despesas de Capital / Activo	0,2907	0,3248	0,1651	0,1070

"Output"

Vendas Reais	0,9124	0,9839	1,3454	1,2491
--------------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	3564	3367	4.499	4464
---------------	------	------	-------	------

Endividamento

Passivo / Activo	0,3205	0,3904	0,2169	0,2170
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,2378	0,3234	0,0295	0,0189

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0509	0,0000	0,0745	0,0814
Dividendos / Resultado Líquido	0,3018	0,0000	0,5260	0,5173

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A	5	7	7	9	9
Novos membros		3	3	6	6
Mudança do presidente do CA		N	N	N	N

COSEC	Valores em milhares de contos										
	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	118	137	149	202	223	230	51	290	412	543	412
Resultado Operacional											
Vendas	2.054	2.388	2.931	3.604	3.678	6.590	3.918	4.097	4.761	5.103	5.707
Activo	10.063	8.999	8.628	11.256	10.844	15.294	21.405	15.930	17.528	17.389	18.551
Capital Próprio	1.224	1.507	1.651	2.002	2.090	3.474	3.636	3.848	4.014	4.318	4.606
Investimentos											
Passivo Total	8.839	7.492	6.977	9.254	8.754	11.820	17.796	12.082	13.514	13.071	13.945
Passivo de Longo Prazo											
Dividendos	0	0	0	81	90	100	0	173	248	326	285
Número de Empregados	254	252	249	239	247	244	240	240	235	234	229
Taxa de inflação	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1986)	109,40	119,90	135,01	153,10	170,56	185,73	197,81	208,09	216,62	223,34	228,25
Vendas reais	1.878	1.992	2.171	2.354	2.156	3.548	1.981	1.969	2.198	2.285	2.500
Resultado líquido real	108	114	110	132	131	124	26	139	190	243	181
Indicadores:											
Rendibilidade											
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0574	0,0574	0,0508	0,0560	0,0606	0,0349	0,0130	0,0708	0,0865	0,1064	0,0722
Rendibilidade Operacional das Vendas											
Rendibilidade do Activo											
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0964	0,0909	0,0902	0,1009	0,1067	0,0662	0,0140	0,0754	0,1026	0,1258	0,0894
Eficiência operativa											
Eficiência das Vendas	7,4	7,9	8,7	9,8	8,7	14,5	8,3	8,2	9,4	9,8	10,9
Eficiência do Resultado Líquido	0,4	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,1	0,6	0,8	1,0	0,8
Despesas de Investimento											
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"											
Vendas Reais	1.878	1.992	2.171	2.354	2.156	3.548	1.981	1.969	2.198	2.285	2.500
Emprego											
Emprego Total	254	252	249	239	247	244	240	240	235	234	229
Endividamento											
Passivo / Activo	0,8784	0,8325	0,8086	0,8221	0,8073	0,7729	0,8314	0,7584	0,7710	0,7517	0,7517
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos											
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0225	0,0245	0,0152	0,0000	0,0422	0,0521	0,0639	0,0499
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,0000	0,4010	0,4036	0,4348	0,0000	0,5966	0,6019	0,6004	0,6917
Indicadores Médios:											
				Período pré-privatização		Período pós-privatização					
				Médias	Medianas	Médias	Medianas				
Rendibilidade				0,0552	0,0574	0,0635	0,0708				
Rendibilidade Liq. das vendas											
Rendibilidade Operacional das Vendas											
Rendibilidade do Activo				0,0925	0,0909	0,0829	0,0894				
Rendibilidade do Capital Próprio											
Eficiência operativa				0,8127	0,8024	1,0119	0,9495				
Eficiência das Vendas				0,7978	0,8029	1,1287	1,0519				
Eficiência do Resultado Líquido											
Despesas de Investimento				0,0000	0,0000	0,0000	0,0000				
Despesas de capital / Vendas				0,0000	0,0000	0,0000	0,0000				
Despesas de Capital / Activo											
"Output"				0,8553	0,8461	1,0097	0,9337				
Vendas Reais											
Emprego				252	252	238	240				
Emprego Total											
Endividamento				0,8398	0,8325	0,7778	0,7710				
Passivo / Activo				0,0000	0,0000	0,0000	0,0000				
Passivo L. P. / Capital Próprio											
Dividendos				0,0000	0,0000	0,0354	0,0422				
Dividendos / Vendas				0,0000	0,0000	0,4756	0,5966				
Dividendos / Resultado Líquido											
Estrutura Conselho Administração											
Dimensão do C. A			5	5	5	5	9	9	9	9	9
Novos membros					2	2	9	9	9	9	9
Mudança do presidente do CA				N			S			S	

CRÉDITO PREDIAL PORTUGUÊS

Valores em milhares de contos

	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	921	1.360	2.012	112	1.906	2.815	3.840	4.031	5.033
Resultado Operacional	-1.481	-958	1.404	-158	2.524	971	3.815	6.171	9.348
Vendas Nominais	14.346	15.969	21.914	24.118	25.879	26.697	31.137	36.134	44.728
Activo	383.842	406.558	509.685	622.178	625.127	743.886	880.100	940.094	995.979
Capital Próprio	10.515	16.672	25.403	27.666	29.572	31.975	34.112	36.707	44.381
Investimentos									
Passivo Total	373.328	389.886	484.282	594.512	595.555	717.189	845.988	903.387	951.599
Passivo de Longo Prazo									
Dividendos		680	500	0	0	1.250	2.250	2.240	1.650
Número de Empregados	2.496	2.475	2.654	2.800	2.627	2.541	2.429	2.399	2.356
Taxa de inflação	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1988)	112,60	127,69	142,24	154,90	164,97	173,55	180,67	186,27	190,37
Vendas reais	12.741	12.506	15.406	15.570	15.687	15.383	17.234	19.399	23.496
Resultado líquido real	818	1.065	1.414	72	1.155	1.622	2.125	2.164	2.644

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das vendas	0,0642	0,0852	0,0918	0,0046	0,0737	0,1054	0,1233	0,1116	0,1125
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,1032	-0,0600	0,0641	-0,0066	0,0975	0,0364	0,1225	0,1708	0,2090
Rendibilidade do Activo	-0,0039	-0,0024	0,0028	-0,0003	0,0040	0,0013	0,0043	0,0066	0,0094
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0876	0,0816	0,0792	0,0040	0,0645	0,0880	0,1126	0,1098	0,1134

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	5,10	5,05	5,80	5,56	5,97	6,05	7,10	8,09	9,97
Eficiência do Resultado Líquido	0,33	0,43	0,53	0,03	0,44	0,64	0,88	0,90	1,12

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

"Output"

Vendas Reais	12.741	12.506	15.406	15.570	15.687	15.383	17.234	19.399	23.496
--------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	2.496	2.475	2.654	2.800	2.627	2.541	2.429	2.399	2.356
---------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Endividamento

Passivo / Activo	0,9726	0,9590	0,9502	0,9555	0,9527	0,9641	0,9612	0,9610	0,9554
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Dividendos

Dividendos / Vendas		0,0426	0,0228	0,0000	0,0000	0,0468	0,0723	0,0620	0,0369
Dividendos / Resultado Líquido		0,5000	0,2485	0,0000	0,0000	0,4440	0,5859	0,5557	0,3278

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0804	0,0852	0,1053	0,1116
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,0331	-0,0600	0,1272	0,1225
Rendibilidade do Activo	-0,0012	-0,0024	0,0051	0,0043
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0828	0,0816	0,0977	0,1098
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,9569	0,9180	1,3373	1,2760
Eficiência do Resultado Líquido	16,6651	16,6654	30,8059	33,8866
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"				
Vendas Reais	0,8703	0,8183	1,1715	1,1069
Emprego				
Emprego Total	2542	2496	2.470	2429
Endividamento				
Passivo / Activo	0,9606	0,9590	0,9589	0,9610
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0327	0,0327	0,0436	0,0468
Dividendos / Resultado Líquido	0,3743	0,3743	0,3827	0,4440

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C A	5	15	12	13	10	9	11
Novos membros		15	12	12	9	9	11
Mudança do presidente do CA		S	S			S	

DIÁRIO DE NOTÍCIAS

Valores em milhares de contos

	n - 5	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	-250	15	302	461	3032	218	128	29	13	44	51	322
Resultado Operacional	-178	118	98	319	47	214	353	324	322	290	156	435
Vendas	2.007	2.477	3.054	2.969	3.619	4.356	4.771	4.999	4.743	5.222	6.212	6.531
Activo	1.881	2.186	2.936	3.555	6.272	10.867	12.869	14.881	15.491	27.421	21.714	21.643
Capital Próprio	-719	-307	228	982	4.190	8.418	9.696	9.746	9.689	20.120	15.823	16.134
Investimentos	17	60	67	608	544	4.032	1.043	438	766	102	148	148
Passivo Total	2.600	2.493	2.708	2.573	2.082	2.449	3.173	5.135	5.801	7.301	5.890	5.509
Passivo de Longo Prazo	2.233	2.130	2.012	1.776	968	806	642	475	307	160	23	28
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de Empregados			497	508	439	389	396	401	390	384	409	420
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47	254,96
Vendas reais	1.797	2.027	2.280	1.969	2.116	2.286	2.300	2.262	2.041	2.158	2.490	2.562
Resultado líquido real	-224	12	225	306	1.773	114	62	13	6	18	20	126

Indicadores:

Rendibilidade												
Rendibilidade Lq. das Vendas	-0,1246	0,0061	0,0989	0,1553	0,8378	0,0500	0,0268	0,0058	0,0027	0,0084	0,0082	0,0493
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,0887	0,0476	0,0321	0,1074	0,0130	0,0491	0,0740	0,0648	0,0679	0,0555	0,0251	0,0666
Rendibilidade do Activo	-0,0946	0,0540	0,0334	0,0897	0,0075	0,0197	0,0274	0,0218	0,0208	0,0106	0,0072	0,0201
Rendibilidade do Capital Próprio	-0,3477	-0,0489	1,3246	0,4695	0,7236	0,0259	0,0132	0,0030	0,0013	0,0022	0,0032	0,0200

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas			4,6	3,9	4,8	5,9	5,8	5,6	5,2	5,6	6,1	6,1
Eficiência do Resultado Líquido			0,5	0,6	4,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0085	0,0242	0,0219	0,2048	0,1503	0,9256	0,2186	0,0876	0,1615	0,0195	0,0238	0,0227
Despesas de Capital / Activo	0,0090	0,0274	0,0228	0,1710	0,0867	0,3710	0,0810	0,0294	0,0494	0,0037	0,0068	0,0068

"Output"

Vendas Reais	1.797	2.027	2.280	1.969	2.116	2.286	2.300	2.262	2.041	2.158	2.490	2.562
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Emprego

Emprego Total			497	508	439	389	396	401	390	384	409	420
---------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Endividamento

Passivo / Activo	1,3822	1,1404	0,9223	0,7238	0,3320	0,2254	0,2466	0,3451	0,3745	0,2663	0,2713	0,2545
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio			8,8246	1,8086	0,2310	0,0957	0,0662	0,0487	0,0317	0,0080	0,0015	0,0017

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Indicadores Médios:

	Período pré-privatização		Período pós-privatização	
	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Lq. das Vendas	0,2196	0,0989	0,0169	0,0083
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0400	0,0321	0,0590	0,0657
Rendibilidade do Activo	0,0369	0,0334	0,0180	0,0204
Rendibilidade do Capital Próprio	0,4938	0,4695	0,0071	0,0031

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	0,7533	0,7806	0,9779	0,9739
Eficiência do Resultado Líquido	5,7724	2,0456	0,3405	0,1654

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0819	0,0242	0,0890	0,0557
Despesas de Capital / Activo	0,0634	0,0274	0,0296	0,0181

"Output"

Vendas Reais	0,8912	0,8865	1,0068	0,9976
--------------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	481	497	400	399
---------------	-----	-----	-----	-----

Endividamento

Passivo / Activo	0,9001	0,9223	0,2930	0,2688
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	3,6214	1,8086	0,0263	0,0198

Dividendos

Dividendos / Vendas				
Dividendos / Resultado Líquido				

Estrutura Conselho Administração									
Dimensão do C.A.	3	6	6	5	5	5	5	5	5
Novos membros		5	5	5	5	5	5	5	5
Mudança do presidente do CA		N	N	S					

IMPÉRIO

Valores em milhares de contos

	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	359	355	716	637	689	758	851	812	132	1.408
Resultado operacional										
Vendas	23.019	26.551	35.776	44.553	55.471	68.483	77.459	72.172	87.898	94.813
Activo	52.184	65.239	79.827	100.587	126.758	156.641	179.180	357.119	401.629	365.079
Capital Próprio	10.078	10.469	12.842	16.195	23.779	29.578	28.362	41.931	50.346	53.547
Investimentos										
Passivo Total	42.106	54.770	66.985	84.393	102.978	127.063	150.818	315.188	351.283	311.532
Passivo de Longo Prazo										
Dividendos	0	0	0	255	280	350	400	450	0	0
Número de Empregados	1.517	1.566	1.507	1.484	1.508	1.547	1.663	1.724	1.896	1.695
Taxa de inflação	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1987)	109,60	123,41	139,95	155,90	169,78	180,81	190,21	198,01	204,15	208,64
Vendas reais	21.003	21.515	25.564	28.578	32.673	37.875	40.722	36.448	43.056	45.443
Resultado líquido real	328	288	512	409	406	419	447	410	65	675

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das vendas 0,0156 0,0134 0,0200 0,0143 0,0124 0,0111 0,0110 0,0113 0,0015 0,0149

Rendibilidade Operacional das Vendas

Rendibilidade do Activo

Rendibilidade do Capital Próprio 0,0356 0,0339 0,0558 0,0393 0,0290 0,0256 0,0300 0,0194 0,0026 0,0263

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas 13,8 13,7 17,0 19,3 21,7 24,5 24,5 21,1 22,7 26,8

Eficiência do Resultado Líquido 0,2 0,2 0,3 0,3 0,3 0,3 0,3 0,2 0,0 0,4

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000

Despesas de Capital / Activo 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000

"Output"

Vendas Reais 21.003 21.515 25.564 28.578 32.673 37.875 40.722 36.448 43.056 45.443

Emprego

Emprego Total 1.517 1.566 1.507 1.484 1.508 1.547 1.663 1.724 1.896 1.695

Endividamento

Passivo / Activo 0,8069 0,8395 0,8391 0,8390 0,8124 0,8112 0,8417 0,8826 0,8746 0,8533

Passivo L. P. / Capital Próprio 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000

Dividendos

Dividendos / Vendas 0,0000 0,0000 0,0000 0,0057 0,0050 0,0051 0,0052 0,0062 0,0000 0,0000

Dividendos / Resultado Líquido 0,0000 0,0000 0,0000 0,4003 0,4064 0,4617 0,4700 0,5542 0,0000 0,0000

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

Médias Medianas Médias Medianas

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das vendas 0,0158 0,0149 0,0099 0,0111

Rendibilidade Operacional das Vendas

Rendibilidade do Activo

Rendibilidade do Capital Próprio 0,0412 0,0375 0,0208 0,0256

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas 0,7362 0,7110 1,1043 1,1300

Eficiência do Resultado Líquido 0,9424 0,9127 0,8993 0,9997

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000

Despesas de Capital / Activo 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000

"Output"

Vendas Reais 0,7396 0,7204 1,2459 1,2464

Emprego

Emprego Total 1.519 1.512 1.705 1.695

Endividamento

Passivo / Activo 0,8311 0,8391 0,8527 0,8533

Passivo L. P. / Capital Próprio 0,0000 0,0000 0,0000 0,0000

Dividendos

Dividendos / Vendas 0,0014 0,0000 0,0033 0,0051

Dividendos / Resultado Líquido 0,1001 0,0000 0,2972 0,4617

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A. 5 5 5 5 5 9 9

Novos membros 5 5 5 5 9 9

Mudança do presidente do CA S

JORNAL DE NOTÍCIAS

Valores em milhares de contos

	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	69	236	386	437	259	256	189	111	241	369	217	634
Resultado Operacional	84	317	484	600	395	629	586	602	710	991	356	965
Vendas	1.759	2.453	3.216	3.808	4.621	5.291	6.168	5.932	6.043	6.800	7.576	9.257
Activo	1.225	1.594	2.253	2.592	3.646	5.551	6.613	8.306	10.264	21.726	22.522	22.860
Capital Próprio	865	1.101	1.449	1.670	1.747	2.740	3.601	3.540	3.751	15.977	16.479	17.045
Investimentos	66	65	97	424	702	365	119	1.870	708	535	3.162	325
Passivo Total	360	493	804	922	1.899	2.810	3.012	4.766	6.512	5.749	6.043	5.814
Passivo de Longo Prazo	34	1	1	1	0	500	500	250	0	0	20	3
Dividendos	0	113	200	360	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de Empregados	682	696	684	716	701	648	523	485	435	429	421	430
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47	254,96
Vendas reais	1.575	2.007	2.401	2.525	2.702	2.777	2.973	2.685	2.600	2.810	3.037	3.631
Resultado líquido real	62	193	288	290	151	134	91	50	104	152	87	249

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0392	0,0962	0,1200	0,1148	0,0560	0,0484	0,0306	0,0187	0,0399	0,0543	0,0286	0,0685
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0478	0,1292	0,1505	0,1576	0,0855	0,1189	0,0950	0,1015	0,1175	0,1457	0,0470	0,1042
Rendibilidade do Activo	0,0686	0,1989	0,2148	0,2315	0,1083	0,1133	0,0886	0,0725	0,0692	0,0456	0,0158	0,0422
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0798	0,2144	0,2664	0,2617	0,1483	0,0934	0,0525	0,0314	0,0642	0,0231	0,0132	0,0372

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	2,3	2,9	3,5	3,5	3,9	4,3	5,7	5,5	6,0	6,6	7,2	8,4
Eficiência do Resultado Líquido	0,1	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6

Despesas de investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0375	0,0265	0,0302	0,1113	0,1519	0,0690	0,0193	0,3152	0,1172	0,0787	0,4174	0,0351
Despesas de Capital / Activo	0,0539	0,0408	0,0431	0,1636	0,1925	0,0658	0,0180	0,2251	0,0690	0,0246	0,1404	0,0142

"Output"

Vendas Reais	1 575	2 007	2 401	2 525	2 702	2 777	2 973	2 685	2 600	2 810	3 037	3 631
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Emprego

Emprego Total	682	696	684	716	701	648	523	485	435	429	421	430
---------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Endividamento

Passivo / Activo	0,2939	0,3093	0,3569	0,3557	0,5208	0,5062	0,4555	0,5738	0,6345	0,2646	0,2683	0,2543
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0393	0,0009	0,0007	0,0006	0,0000	0,1825	0,1389	0,0706	0,0000	0,0000	0,0012	0,0002

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0461	0,0622	0,0945	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,4788	0,5181	0,8238	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0926	0,1055	0,0413	0,0399
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,1213	0,1399	0,1043	0,1042
Rendibilidade do Activo	0,1784	0,2068	0,0639	0,0692
Rendibilidade do Capital Próprio	0,2055	0,2380	0,0450	0,0372
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,7932	0,8295	1,6192	1,5505
Eficiência do Resultado Líquido	1,3818	1,5788	1,2324	0,9598
Despesas de investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0514	0,0338	0,1503	0,0787
Despesas de Capital / Activo	0,0753	0,0485	0,0796	0,0658
"Output"				
Vendas Reais	0,7872	0,8158	1,0845	1,0400
Emprego				
Emprego Total	695	690	482	435
Endividamento				
Passivo / Activo	0,3289	0,3325	0,4225	0,4555
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0104	0,0008	0,0582	0,0012
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0507	0,0541	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,4552	0,4985	0,0000	0,0000

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A	5	3	5	5	5	5	5	5	5
Novos membros		3	5	5	5	5	5	5	5
Mudança do presidente do CA		S			S				

MUNDIAL CONFIANÇA

Valores em milhares de contos

	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	505	1.783	1.413	3.014	-3.317	137	352	1.696	3.041	5.821
Resultado Operacional										
Vendas	20.680	24.109	28.749	32.124	40.933	46.005	52.598	66.043	83.003	90.631
Activo	46.982	56.920	69.380	88.371	104.754	124.151	167.461	231.565	266.141	447.938
Capital Próprio	12.856	13.995	15.618	26.579	20.837	18.406	16.233	53.421	55.018	185.090
Investimentos										
Passivo Total	34.126	42.925	53.762	62.152	83.917	105.745	151.220	178.144	211.123	262.847
Passivo de Longo Prazo										
Dividendos				500	0	0	0	0	0	0
Número de Empregados		1.636	1.607	1.583	1.550	1.400	1.299	1.296		
Taxa de inflação	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1987)	109,60	123,41	139,95	155,90	169,78	180,81	190,21	198,01	204,15	208,64
Vendas reais	18.869	19.536	20.543	20.605	24.110	25.444	27.652	33.353	40.658	43.439
Resultado líquido real	461	1.445	1.010	1.933	-1.954	76	185	857	1.490	2.790

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das vendas	0,0244	0,0740	0,0491	0,0938	-0,0810	0,0030	0,0067	0,0257	0,0366	0,0642
Rendibilidade Operacional das Vendas										
Rendibilidade do Activo										
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0393	0,1274	0,0905	0,1134	-0,1592	0,0074	0,0217	0,0317	0,0553	0,0314

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas		11,94	12,78	13,02	15,55	18,17	21,29	25,74		
Eficiência do Resultado Líquido		0,88	0,63	1,22	-1,26	0,05	0,14	0,66		

Despesas de investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

"Output"

Vendas Reais	18.869	19.536	20.543	20.605	24.110	25.444	27.652	33.353	40.658	43.439
--------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total		1.636	1.607	1.583	1.550	1.400	1.299	1.296		
---------------	--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--	--

Endividamento

Passivo / Activo	0,7264	0,7541	0,7749	0,7033	0,8011	0,8517	0,9030	0,7693	0,7933	0,5868
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Dividendos

Dividendos / Vendas				0,0156	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido				0,1659	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0603	0,0616	0,0272	0,0257
Rendibilidade Operacional das Vendas				
Rendibilidade do Activo				
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0926	0,1019	0,0295	0,0314
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,8088	0,8218	1,3971	1,3685
Eficiência do Resultado Líquido				
Despesas de investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"				
Vendas Reais	0,8249	0,8312	1,4147	1,3834
Emprego				
Emprego Total	1.609	1607	1.332	1299
Endividamento				
Passivo / Activo	0,7397	0,7402	0,7808	0,7933
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0039	0,0156	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0415	0,1659	0,0000	0,0000

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A.	5	3	3	3	3
Novos membros		3	3	3	3
Mudança do presidente do CA		S			

PETROGAL

Valores em milhares de contos

	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	4.328	4.714	3.580	-15.170	-29.891	-15.777	-2.664	-11.709	6.600	18.445
Resultado Operacional	21.328	17.266	12.537	7.320	-11.764	5.155	17.861	16.400	21.191	30.801
Vendas	337.916	379.000	419.000	523.000	530.000	583.000	695.100	757.000	809.600	803.300
Activo	269.046	274.600	315.400	341.000	404.400	477.300	455.200	434.700	448.800	486.400
Capital Próprio	86.533	88.400	88.600	79.300	101.100	85.800	74.300	121.700	118.956	127.528
Investimentos	8.597	11.300	19.700	31.600	68.400	87.400	27.700	21.300	39.300	42.300
Passivo Total	182.514	186.200	226.800	261.700	303.300	391.500	380.900	313.000	329.844	358.872
Passivo de Longo Prazo	73.944	81.247	57.534	58.726	82.421	132.245	157.909	101.563	127.849	121.703
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de Empregados	6.009	5.871	5.251	4.263	3.982	3.804	3.687	3.605	3.515	2.863
Taxa de inflação	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1987)	109,60	123,41	139,95	155,90	169,78	180,81	190,21	198,01	204,15	208,64
Vendas reais	308.318	307.107	299.400	335.471	312.177	322.436	365.432	382.300	396.571	385.014
Resultado líquido real	3.949	3.820	2.558	-9.731	-17.606	-8.726	-1.401	-5.913	3.233	8.841

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0128	0,0124	0,0085	-0,0290	-0,0564	-0,0271	-0,0038	-0,0155	0,0082	0,0230
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0631	0,0456	0,0299	0,0140	-0,0222	0,0088	0,0257	0,0217	0,0262	0,0383
Rendibilidade do Activo	0,0793	0,0629	0,0397	0,0215	-0,0291	0,0108	0,0392	0,0377	0,0472	0,0633
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0500	0,0533	0,0404	-0,1913	-0,2957	-0,1839	-0,0359	-0,0962	0,0555	0,1446

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	51,3	52,3	57,0	78,7	78,4	84,8	99,1	106,0	112,8	134,5
Eficiência do Resultado Líquido	0,7	0,7	0,5	-2,3	-4,4	-2,3	-0,4	-1,6	0,9	3,1

Despesas de investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0254	0,0298	0,0470	0,0604	0,1291	0,1499	0,0399	0,0281	0,0485	0,0527
Despesas de Capital / Activo	0,0320	0,0412	0,0625	0,0927	0,1691	0,1831	0,0609	0,0490	0,0876	0,0870

"Output"

Vendas Reais	308.318	307.107	299.400	335.471	312.177	322.436	365.432	382.300	396.571	385.014
--------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

Emprego

Emprego Total	6.009	5.871	5.251	4.263	3.982	3.804	3.687	3.605	3.515	2.863
---------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Endividamento

Passivo / Activo	0,6784	0,6781	0,7191	0,7674	0,7500	0,8202	0,8368	0,7200	0,7349	0,7378
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,8545	0,9191	0,6494	0,7406	0,8152	1,5413	2,1253	0,8345	1,0748	0,9543

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

Rendibilidade

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0012	0,0105	-0,0030	-0,0038
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0381	0,0377	0,0241	0,0257
Rendibilidade do Activo	0,0508	0,0513	0,0397	0,0392
Rendibilidade do Capital Próprio	-0,0119	0,0452	-0,0232	-0,0359

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	0,7632	0,6973	1,3705	1,3527
-----------------------	--------	--------	--------	--------

Eficiência do Resultado Líquido

Despesas de investimento	0,0407	0,0384	0,0638	0,0485
--------------------------	--------	--------	--------	--------

Despesas de capital / Vendas

Despesas de Capital / Activo	0,0571	0,0518	0,0935	0,0870
------------------------------	--------	--------	--------	--------

"Output"

Vendas Reais	1,0013	0,9857	1,1863	1,2246
--------------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	5.349	5561	3.495	3605
---------------	-------	------	-------	------

Endividamento

Passivo / Activo	0,7107	0,6987	0,7700	0,7378
------------------	--------	--------	--------	--------

Passivo L. P. / Capital Próprio

Dividendos	0,7909	0,7975	1,3060	1,0748
------------	--------	--------	--------	--------

Dividendos

Dividendos / Vendas				
---------------------	--	--	--	--

Dividendos / Resultado Líquido

--	--	--	--	--

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A.	5	7	7	7	15	15	15
------------------	---	---	---	---	----	----	----

Novos membros		6	6	6	15	15	15
---------------	--	---	---	---	----	----	----

Mudança do presidente do CA		S			S		
-----------------------------	--	---	--	--	---	--	--

PORTUCEL INDUSTRIAL

Valores em milhares de contos

	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2
	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	-12.069	3.219	18.138	-1.371	4.250
Resultado Operacional	-9.646	5.177	19.799	-537	4.914
Vendas	37.291	52.414	70.544	46.852	55.841
Activo	130.818	128.657	144.843	141.589	146.049
Capital Próprio	80.673	83.892	102.098	96.776	99.504
Investimentos	2.300	3.600	7.500	9.400	7.600
Passivo Total	40.957	35.537	33.174	28.642	30.341
Passivo de Longo Prazo	31.975	21.396	17.080	18.883	18.414
Dividendos	0	0	3.915	0	2.175
Número de Empregados	1.310	1.385	1.298	1.251	1.187
Taxa de inflação	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1992)	106,50	112,04	116,63	120,25	122,89
Vendas reais	35.015	46.782	60.484	38.963	45.439
Resultado líquido real	-11.332	2.873	15.552	-1.140	3.458

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das vendas	-0,3236	0,0614	0,2571	-0,0293	0,0761
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,2587	0,0988	0,2807	-0,0115	0,0880
Rendibilidade do Activo	-0,0737	0,0402	0,1367	-0,0038	0,0336
Rendibilidade do Capital Próprio	-0,1496	0,0384	0,1777	-0,0142	0,0427

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	26,73	33,78	46,60	31,15	38,28
Eficiência do Resultado Líquido	-8,65	2,07	11,98	-0,91	2,91

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0617	0,0687	0,1063	0,2006	0,1361
Despesas de Capital / Activo	0,0176	0,0280	0,0518	0,0664	0,0520

"Output"

Vendas Reais	35.015	46.782	60.484	38.963	45.439
--------------	--------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	1.310	1.385	1.298	1.251	1.187
---------------	-------	-------	-------	-------	-------

Endividamento

Passivo / Activo	0,3131	0,2762	0,2290	0,2023	0,2077
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,3964	0,2550	0,1673	0,1951	0,1851

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0555	0,0000	0,0389
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,2158	0,0000	0,5118

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das vendas	-0,1311	-0,1311	0,0234	0,0234
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,0799	-0,0799	0,0383	0,0383
Rendibilidade do Activo	-0,0167	-0,0167	0,0149	0,0149
Rendibilidade do Capital Próprio	-0,0556	-0,0556	0,0143	0,0143
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,6492	0,6492	0,7449	0,7449
Eficiência do Resultado Líquido	-0,2744	-0,2744	0,0836	0,0836
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0652	0,0652	0,1684	0,1684
Despesas de Capital / Activo	0,0228	0,0228	0,0592	0,0592
"Output"				
Vendas Reais	0,6762	0,6762	0,6977	0,6977
Emprego				
Emprego Total	1.348	1348	1.219	1219
Endividamento				
Passivo / Activo	0,2946	0,2946	0,2050	0,2050
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,3257	0,3257	0,1901	0,1901
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0195	0,0195
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,2559	0,2559

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C. A	3	7	7	7
Novos membros		4	4	4
Mudança do presidente do CA		N	N	N

PORTUGAL TELECOM

Valores em milhares de contos

	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2
	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	10.317	25.173	36.254	54.922	70.096
Resultado Operacional	93.755	116.843	129.148	142.797	150.077
Vendas	327.915	369.596	405.781	454.527	517.013
Activo	920.232	885.624	840.621	873.167	1.000.342
Capital Próprio	327.865	347.091	371.104	408.435	401.243
Investimentos	95.401	86.265	115.977	122.127	174.355
Passivo Total	569.550	515.486	468.164	463.783	595.472
Passivo de Longo Prazo	351.489	288.570	198.223	160.912	193.032
Dividendos	3.039	10.124	17.221	26.088	33.490
Número de Empregados	23.712	23.278	22.387	21.961	21.524
Taxa de inflação	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1992)	106,50	112,04	116,63	120,25	122,89
Vendas reais	307.901	329.885	347.917	377.994	420.703
Resultado líquido real	9.687	22.468	31.084	45.674	57.038
Indicadores:					
Rendibilidade					
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0315	0,0681	0,0893	0,1208	0,1356
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,2859	0,3161	0,3183	0,3142	0,2903
Rendibilidade do Activo	0,1019	0,1319	0,1536	0,1635	0,1500
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0315	0,0725	0,0977	0,1345	0,1747
Eficiência operativa					
Eficiência das Vendas	12,99	14,17	15,54	17,21	19,55
Eficiência do Resultado Líquido	0,41	0,97	1,39	2,08	2,65
Despesas de investimento					
Despesas de capital / Vendas	0,2909	0,2334	0,2858	0,2687	0,3372
Despesas de Capital / Activo	0,1037	0,0974	0,1380	0,1399	0,1743
"Output"					
Vendas Reais	307.901	329.885	347.917	377.994	420.703
Emprego					
Emprego Total	23.712	23.278	22.387	21.961	21.524
Endividamento					
Passivo / Activo	0,6189	0,5821	0,5569	0,5312	0,5953
Passivo L. P. / Capital Próprio	1,0721	0,8314	0,5341	0,3940	0,4811
Dividendos					
Dividendos / Vendas	0,0093	0,0274	0,0424	0,0574	0,0648
Dividendos / Resultado Líquido	0,2946	0,4022	0,4750	0,4750	0,4778
Indicadores Médios:					
	Período pré-privatização		Período pós-privatização		
	Médias	Medianas	Médias	Medianas	
Rendibilidade					
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0498	0,0498	0,1282	0,1282	
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,3010	0,3010	0,3022	0,3022	
Rendibilidade do Activo	0,1169	0,1169	0,1568	0,1568	
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0520	0,0520	0,1546	0,1546	
Eficiência operativa					
Eficiência das Vendas	0,8737	0,8737	1,1826	1,1826	
Eficiência do Resultado Líquido	0,4947	0,4947	1,7032	1,7032	
Despesas de investimento					
Despesas de capital / Vendas	0,2622	0,2622	0,3030	0,3030	
Despesas de Capital / Activo	0,1005	0,1005	0,1571	0,1571	
"Output"					
Vendas Reais	0,9166	0,9166	1,1478	1,1478	
Emprego					
Emprego Total	23.495	23495	21.743	21743	
Endividamento					
Passivo / Activo	0,6005	0,6005	0,5632	0,5632	
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,9517	0,9517	0,4375	0,4375	
Dividendos					
Dividendos / Vendas	0,0183	0,0183	0,0611	0,0611	
Dividendos / Resultado Líquido	0,3484	0,3484	0,4764	0,4764	
Estrutura Conselho Administração					
Dimensão do C. A.	7	7	7	15	
Novos membros		2	5	13	
Mudança do presidente do CA		S			

SECIL	Valores em milhares de contos					
	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Resultado Líquido	3.050	3.930	4.149	6.276	6.090	8.158
Resultado Operacional	4.170	5.627	6.532	10.487	13.635	14.748
Vendas	19.820	22.005	21.946	31.720	46.433	52.378
Activo	26.530	32.550	34.802	62.686	92.858	88.321
Capital Próprio	22.250	27.750	30.213	33.454	57.628	59.281
Investimentos	1.380	1.610	1.811	32.367	4.437	1.842
Passivo Total	4.290	4.790	4.589	29.232	35.230	29.040
Passivo de Longo Prazo	150	150	0	20.017	25.520	10.000
Dividendos	1.830	2.352	2.499	5.027	5.818	7.893
Número de Empregados	629	548	512	481	479	468
Taxa de inflação	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1
IPC (base 100 1990)	111,40	121,31	129,20	135,92	141,49	145,88
Vendas reais	17.792	18.139	16.986	23.338	32.817	35.906
Resultado líquido real	2.738	3.240	3.211	4.617	4.304	5.592
Indicadores:						
Rendibilidade						
Rendibilidade Liq. das vendas	0,1539	0,1786	0,1891	0,1979	0,1312	0,1558
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,2104	0,2557	0,2976	0,3306	0,2936	0,2816
Rendibilidade do Activo	0,1572	0,1729	0,1877	0,1673	0,1468	0,1670
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1371	0,1416	0,1373	0,1876	0,1057	0,1376
Eficiência operativa						
Eficiência das Vendas	28,29	33,10	33,18	48,52	68,51	76,72
Eficiência do Resultado Líquido	4,35	5,91	6,27	9,60	8,99	11,95
Despesas de Investimento						
Despesas de capital / Vendas	0,0696	0,0732	0,0825	1,0204	0,0956	0,0352
Despesas de Capital / Activo	0,0520	0,0495	0,0520	0,5163	0,0478	0,0209
"Output"						
Vendas Reais	17.792	18.139	16.986	23.338	32.817	35.906
Emprego						
Emprego Total	629	548	512	481	479	468
Endividamento						
Passivo / Activo	0,1617	0,1472	0,1319	0,4663	0,3794	0,3288
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,0067	0,0054	0,0000	0,5983	0,4428	0,1687
Dividendos						
Dividendos / Vendas	0,0923	0,1069	0,1139	0,1585	0,1253	0,1507
Dividendos / Resultado Líquido	0,6000	0,5985	0,6023	0,8010	0,9553	0,9675
Indicadores Médios:			Período pré-privatização		Período pós-privatização	
Rendibilidade			Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade Liq. das vendas			0,1738	0,1786	0,1435	0,1435
Rendibilidade Operacional das Vendas			0,2546	0,2557	0,2876	0,2876
Rendibilidade do Activo			0,1726	0,1729	0,1569	0,1569
Rendibilidade do Capital Próprio			0,1387	0,1373	0,1216	0,1216
Eficiência operativa						
Eficiência das Vendas			0,6497	0,6822	1,4967	1,4967
Eficiência do Resultado Líquido			0,5742	0,6158	1,0904	1,0904
Despesas de Investimento						
Despesas de capital / Vendas			0,0751	0,0732	0,0654	0,0654
Despesas de Capital / Activo			0,0512	0,0520	0,0343	0,0343
"Output"						
Vendas Reais			0,7558	0,7624	1,4724	1,4724
Emprego						
Emprego Total			563	548	474	474
Endividamento						
Passivo / Activo			0,1469	0,1472	0,3541	0,3541
Passivo L. P. / Capital Próprio			0,0040	0,0054	0,3058	0,3058
Dividendos						
Dividendos / Vendas			0,1044	0,1069	0,1380	0,1380
Dividendos / Resultado Líquido			0,6003	0,6000	0,9614	0,9614
Estrutura Conselho Administração						
Dimensão do C. A.			5	11	9	9
Novos membros				6	5	5
Mudança do presidente do CA				S		

TRANQUILIDADE

Valores em milhares de contos

	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7	n + 8
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	565	623	700	806	888	1011	324	500	1206	2045	2545	3009
Resultado Operacional												
Vendas	12.349	14.449	17.185	21.054	27.943	32.476	40.231	49.807	63.503	100.380	121.951	140.081
Activo	25.413	29.595	35.595	42.515	54.280	68.527	82.716	102.413	137.280	200.792	289.862	407.243
Capital Próprio	8.104	9.297	10.623	11.891	13.892	22.184	21.700	22.073	24.930	25.434	28.387	37.574
Investimentos												
Passivo Total	17.299	20.298	24.972	30.624	40.388	46.343	61.016	80.340	112.624	175.358	261.475	369.669
Passivo de Longo Prazo												
Dividendos	250	160	160	403	400	500	0	190	475	1.210	2.148	3.105
Número de Empregados	1.572	1.581	1.540	1.520	1.506	1.477	1.449	1.320	1.241	1.202	1.211	1.173
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47	254,96
Vendas reais	11.056	11.824	12.831	13.961	16.340	17.047	19.392	22.542	27.320	41.484	48.884	54.942
Resultado líquido real	506	510	523	534	519	531	156	226	519	845	1.020	1.180

Indicadores:

Rendibilidade												
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0458	0,0431	0,0407	0,0383	0,0318	0,0311	0,0081	0,0100	0,0190	0,0204	0,0209	0,0215
Rendibilidade Operacional das Vendas												
Rendibilidade do Activo												
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0697	0,0670	0,0659	0,0678	0,0639	0,0456	0,0149	0,0227	0,0484	0,0804	0,0897	0,0801
Eficiência operativa												
Eficiência das Vendas	7,0	7,5	8,3	9,2	10,8	11,5	13,4	17,1	22,0	34,5	40,4	46,8
Eficiência do Resultado Líquido	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,1	0,2	0,4	0,7	0,8	1,0
Despesas de Investimento												
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"												
Vendas Reais	11.056	11.824	12.831	13.961	16.340	17.047	19.392	22.542	27.320	41.484	48.884	54.942
Emprego												
Emprego Total	1.572	1.581	1.540	1.520	1.506	1.477	1.449	1.320	1.241	1.202	1.211	1.173
Endividamento												
Passivo / Activo	0,6807	0,6859	0,7016	0,7203	0,7441	0,6763	0,7377	0,7845	0,8204	0,8733	0,9021	0,9077
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos												
Dividendos / Vendas	0,0202	0,0111	0,0093	0,0191	0,0143	0,0154	0,0000	0,0038	0,0075	0,0121	0,0176	0,0222
Dividendos / Resultado Líquido	0,4425	0,2568	0,2286	0,5000	0,4505	0,4946	0,0000	0,3800	0,3939	0,5917	0,8440	1,0319

Indicadores Médios:

	Período pré-privatização		Período pós-privatização	
	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade				
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0432	0,0431	0,0203	0,0206
Rendibilidade Operacional das Vendas				
Rendibilidade do Activo				
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0675	0,0670	0,0557	0,0561
Eficiência operativa				
Eficiência das Vendas	0,8290	0,8143	2,6754	2,1281
Eficiência do Resultado Líquido	0,9325	0,9171	1,4053	1,1054
Despesas de Investimento				
Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
"Output"				
Vendas Reais	0,8526	0,8469	2,2200	1,7858
Emprego				
Emprego Total	1.564	1572	1.322	1281
Endividamento				
Passivo / Activo	0,6894	0,6859	0,8057	0,8024
Passivo Longo Prazo / Capital Próprio	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Dividendos				
Dividendos / Vendas	0,0135	0,0111	0,0116	0,0132
Dividendos / Resultado Líquido	0,3093	0,2568	0,5233	0,4725

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A	5	7	7	9	9	7	9	9	9	9
Novos membros		5	5	7	7	5	7	7	7	7
Mudança do presidente do CA		N	N	N	N	N	N	N	N	N

TRANSINSULAR

Valores em milhares de contos

	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	209	245	-276	777	314	27	1.327	230	1.066	1.270
Resultado Operacional	220	-639	-82	559	764	364	1.044	449	1.188	1.116
Vendas	6.465	7.278	8.473	8.836	11.008	10.950	11.713	13.391	14.222	14.865
Activo	5.782	9.379	10.865	7.902	7.542	7.628	10.346	12.348	13.579	13.292
Capital Próprio	1.513	1.670	1.271	2.048	1.789	1.677	3.003	2.791	3.875	4.502
Investimentos										
Passivo Total	4.269	7.709	9.593	5.854	5.752	5.951	7.343	9.557	9.704	8.791
Passivo de Longo Prazo	2.425	4.006	4.470	3.678	3.416	3.257	4.505	5.668	5.196	5.061
Dividendos	0	0	0	572	140	0	508	0	500	0
Número de Empregados	298	298	301	275	236	235	197	197	197	183
Taxa de inflação	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1987)	109,60	123,41	139,95	155,90	169,78	180,81	190,21	198,01	204,15	208,64
Vendas reais	5.899	5.897	6.054	5.668	6.484	6.056	6.158	6.763	6.966	7.125
Resultado líquido real	191	199	-197	498	185	15	698	116	522	609

Indicadores:

Rendibilidade

Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0323	0,0337	-0,0326	0,0879	0,0285	0,0025	0,1133	0,0172	0,0750	0,0854
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0340	-0,0878	-0,0097	0,0633	0,0694	0,0332	0,0891	0,0335	0,0835	0,0751
Rendibilidade do Activo	0,0380	-0,0681	-0,0075	0,0707	0,1013	0,0477	0,1009	0,0364	0,0875	0,0840
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1381	0,1467	-0,2172	0,3794	0,1755	0,0161	0,4419	0,0824	0,2751	0,2821

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	19,8	19,8	20,1	20,6	27,5	25,8	31,3	34,3	35,4	38,9
Eficiência do Resultado Líquido	0,6	0,7	-0,7	1,8	0,8	0,1	3,5	0,6	2,7	3,3

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Despesas de Capital / Activo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

"Output"

Vendas Reais	5.899	5.897	6.054	5.668	6.484	6.056	6.158	6.763	6.966	7.125
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Emprego

Emprego Total	298	298	301	275	236	235	197	197	197	183
---------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Endividamento

Passivo / Activo	0,7383	0,8219	0,8829	0,7408	0,7627	0,7802	0,7097	0,7740	0,7146	0,6614
Passivo L. P. / Capital Próprio	1,6028	2,3988	3,5169	1,7959	1,9094	1,9422	1,5002	2,0308	1,3409	1,1242

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0000	0,0647	0,0127	0,0000	0,0434	0,0000	0,0352	0,0000
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,0000	0,7362	0,4459	0,0000	0,3828	0,0000	0,4690	0,0000

Indicadores Médios:

Período pré-privatização Período pós-privatização

Rendibilidade

	Médias	Medianas	Médias	Medianas
Rendibilidade Liq. das Vendas	0,0330	0,0330	0,0585	0,0750
Rendibilidade Operacional das Vendas	-0,0269	-0,0269	0,0639	0,0694
Rendibilidade do Activo	-0,0150	-0,0150	0,0755	0,0840
Rendibilidade do Capital Próprio	0,1424	0,1424	0,2361	0,2751

Eficiência operativa

Eficiência das Vendas	0,9840	0,9840	1,5180	1,5540
-----------------------	--------	--------	--------	--------

Despesas de Investimento

Despesas de capital / Vendas				
Despesas de Capital / Activo				

"Output"

Vendas Reais	0,9742	0,9742	1,0670	1,0709
--------------	--------	--------	--------	--------

Emprego

Emprego Total	298	298	217	197
---------------	-----	-----	-----	-----

Endividamento

Passivo / Activo	0,7801	0,7801	0,7348	0,7408
Passivo L. P. / Capital Próprio	2,0008	2,0008	1,6634	1,7959

Dividendos

Dividendos / Vendas	0,0000	0,0000	0,0223	0,0127
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,0000	0,2906	0,3828

Estrutura Conselho Administração

Dimensão do C.A	7	7	7	5	7	7	7	7
Novos membros	7	7	7	5	7	7	7	7
Mudança do presidente do CA	S	S		S				

Valores em milhares de contos

UNICER	Valores em milhares de contos											
	n - 4	n - 3	n - 2	n - 1	n	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6	n + 7
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado Líquido	276	587	897	1.328	1.583	2.326	2.718	2.937	2.634	3.284	2.933	3.433
Resultado Operacional	972	1.044	1.426	2.176	2.970	4.894	4.851	2.310	4.196	5.246	3.233	3.788
Vendas Nominais	10.734	13.491	16.807	19.925	24.800	30.607	34.485	36.489	39.774	43.503	45.343	47.139
Activo	10.671	12.097	16.135	20.261	33.344	32.047	40.411	46.192	52.387	55.954	57.573	56.233
Capital Próprio	6.812	7.393	9.876	10.922	17.514	19.071	26.837	34.108	36.217	36.878	37.657	38.355
Investimentos	1.326	2.481	3.176	3.300	6.716	3.393	4.812	5.500	9.000	6.800		
Passivo Total	3.885	4.724	6.259	9.399	15.830	12.975	14.649	12.085	16.170	18.716	19.916	17.879
Passivo de Longo Prazo	2.023	1.949	2.142	3.730	5.531	4.677	4.574	3.752	3.778	4.691	4.096	4.702
Dividendos	0	235	230	664		1.163	1.462	1.560	1.658	1.997	1.999	2.340
Número de Empregados			1.460	1.558	1.534	1.497	1.528	1.452	1.428	1.397	1.422	1.381
Taxa de inflação	11,7	9,4	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2
IPC (base 100 1985)	111,70	122,20	133,93	150,81	171,01	190,51	207,47	220,95	232,44	241,97	249,47	254,96
Vendas reais	9.610	11.040	12.549	13.212	14.502	16.066	16.622	16.515	17.112	17.979	18.176	18.489
Resultado líquido real	247	480	670	881	926	1.221	1.310	1.329	1.133	1.357	1.176	1.346
Indicadores:												
Rendibilidade												
Rendibilidade Liq. das vendas	0,0257	0,0435	0,0534	0,0666	0,0638	0,0760	0,0788	0,0805	0,0662	0,0755	0,0647	0,0728
Rendibilidade Operacional das Vendas	0,0906	0,0774	0,0848	0,1092	0,1198	0,1599	0,1407	0,0633	0,1055	0,1206	0,0713	0,0804
Rendibilidade do Activo	0,0911	0,0863	0,0884	0,1074	0,0891	0,1527	0,1200	0,0500	0,0801	0,0938	0,0562	0,0674
Rendibilidade do Capital Próprio	0,0405	0,0794	0,0908	0,1216	0,0904	0,1220	0,1013	0,0861	0,0727	0,0891	0,0779	0,0895
Eficiência operativa												
Eficiência das Vendas			8,6	8,5	9,5	10,7	10,9	11,4	12,0	12,9	12,8	13,4
Eficiência do Resultado Líquido			0,5	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	1,0
Despesas de Investimento												
Despesas de capital / Vendas	0,1235	0,1839	0,1890	0,1656	0,2708	0,1109	0,1395	0,1507	0,2263	0,1563		
Despesas de Capital / Activo	0,1243	0,2051	0,1968	0,1629	0,2014	0,1059	0,1191	0,1191	0,1718	0,1215		
Output												
Vendas Reais	9.610	11.040	12.549	13.212	14.502	16.066	16.622	16.515	17.112	17.979	18.176	18.489
Emprego												
Emprego Total			1.460	1.558	1.534	1.497	1.528	1.452	1.428	1.397	1.422	1.381
Endividamento												
Passivo / Activo	0,3641	0,3905	0,3879	0,4639	0,4747	0,4049	0,3625	0,2616	0,3087	0,3345	0,3459	0,3179
Passivo L. P. / Capital Próprio	0,2970	0,2636	0,2169	0,3415	0,3158	0,2452	0,1704	0,1100	0,1043	0,1272	0,1088	0,1226
Dividendos												
Dividendos / Vendas	0,0000	0,0174	0,0137	0,0333		0,0380	0,0424	0,0428	0,0417	0,0459	0,0441	0,0496
Dividendos / Resultado Líquido	0,0000	0,4003	0,2564	0,5000		0,5000	0,5379	0,5312	0,6295	0,6081	0,6816	0,6816
Indicadores Médios:												
Período pré-privatização Período pós-privatização												
Médias Medianas Médias Medianas												
Rendibilidade												
Rendibilidade Liq. das vendas						0,0473	0,0484	0,0735	0,0755			
Rendibilidade Operacional das Vendas						0,0905	0,0877	0,1059	0,1055			
Rendibilidade do Activo						0,0933	0,0897	0,0886	0,0801			
Rendibilidade do Capital Próprio						0,0831	0,0851	0,0912	0,0891			
Eficiência operativa												
Eficiência das Vendas						0,9031	0,9031	1,2695	1,2676			
Eficiência do Resultado Líquido						0,8484	0,8484	1,4572	1,4209			
Despesas de Investimento												
Despesas de capital / Vendas						0,1655	0,1748	0,1567	0,1507			
Despesas de Capital / Activo						0,1723	0,1799	0,1275	0,1191			
Output												
Vendas Reais						0,8001	0,8133	1,1916	1,1800			
Emprego												
Emprego Total						1.509	1509	1.444	1428			
Endividamento												
Passivo / Activo						0,4016	0,3892	0,3337	0,3345			
Passivo L. P. / Capital Próprio						0,2798	0,2803	0,1412	0,1226			
Dividendos												
Dividendos / Vendas						0,0161	0,0156	0,0435	0,0428			
Dividendos / Resultado Líquido						0,2892	0,3284	0,5957	0,6081			
Estrutura Conselho Administração												
Dimensão do C.A						5	9	9	9	9	9	9
Novos membros							5	5	6	7	7	7
Mudança do presidente do CA							N					